

Le Marché des Changes de Paris

Fonctionnement - Réglementation
Technique des Opérations

THESE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

(Sciences politiques et économiques)

PRÉSENTÉE A

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

et soutenue le jeudi 19 mai 1927, à 14 heures

PAR

Jacques LOCKHART

Diplômé de l'Ecole libre des Sciences politiques

Président : M. ALLIX, Professeur.

Suffragant : M. JEZE *id.*

M. LESCURE *id.*

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, BOULEVARD SAINT-MICHEL, 49

PARIS

Le Marché des Changes de Paris

Fonctionnement - Réglementation

Technique des Opérations

Le Marché des Changes de Paris

Fonctionnement - Réglementation
Technique des Opérations

THESE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

(Sciences politiques et économiques)

PRÉSENTÉE A

LA FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

et soutenue le jeudi 19 mai 1927, à 14 heures

PAR

Jacques LOCKHART

Diplômé de l'Ecole libre des Sciences politiques

Président : M. ALLIX, Professeur.

Suffragant : M. JEZE *id.*

M. LESCURE *id.*

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE

49, BOULEVARD SAINT-MICHEL, 49

PARIS

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



BIBLIOGRAPHIE

Il a paru nécessaire de limiter la présente bibliographie aux ouvrages récents en raison de l'impossibilité de faire mention de tous les ouvrages classiques parus sur la matière.

A. ARNAUNÉ. — La monnaie, le crédit et le change, Paris, 1922.

J. DÉCAMPS. — Les changes étrangers, Paris, 1922.

H. LE POITTEVIN, C. HAUTIER et J. SALOMON. — Théorie des changes. Arbitrages et parités, Paris, 1920.

R.-G. LÉVY. — Affaires de banque (Cours professé à l'Ecole libre Sciences Politiques en 1921-1922).

L. POMMERY. — Change et monnaies, Paris, 1926.

W. ROBSON. — Les causes et les remèdes de la crise financière.
— Extrait du bilan économique et financier de la France et de l'étranger publié par la *Revue Politique et Parlementaire* (avril 1926).

E. THALLER et J. PERCEROU. — Traité élémentaire de droit commercial, Paris, 1925.

L. QUESNOT. — Administration financière. — Méthodes comptables et bilans, Paris, 1921.

Rapport du Comité des Experts, Paris, 1926.

Raport fait au nom de la Commission des finances du Sénat chargée d'examiner le projet de loi adopté par la Chambre des députés portant création de nouvelles ressources fiscales, par M. Henry Chéron, sénateur (Document parlementaire, n° 84, annexe au procès-verbal de la séance du 22 février 1926).

Rapport général fait au nom de la Commission des finances de la Chambre des députés chargée d'examiner le projet de loi portant fixation du budget général de l'exercice 1927. Tome I^{er}, par M. de Chappedelaine, député (Document parlementaire, n° 3386, annexe au procès-verbal de la séance du 11 août 1926.)

Code des opérations de change d'exportation et d'importation des capitaux, par H. Dementhon (*Recueil de Droit commercial, financier et industriel*, Paris, avril 1926.)



Digitized by the Internet Archive
in 2026

TABLE DES MATIERES DE LA PREMIERE PARTIE

AVANT-PROPOS	5
INTRODUCTION :	
I. — Définition du change	7
II. — La monnaie :	
L'étalon d'or d'avant la guerre.....	9
Monnaie d'or	9
Monnaie de papier.....	10
L'abandon de l'étalon d'or par suite de la guerre et les tentatives de retour de l'étalon d'or après la guerre.....	11
France	15
Grande-Bretagne \.....	31
Allemagne	43
Belgique et Italie	48
III. — Les règlements internationaux.....	56
Compensation	57
Transfert de l'or.....	58
Opérations de crédit.....	59

CHAPITRE PRELIMINAIRE

LE MARCHÉ DES CHANGES JUSQU'A CES DERNIÈRES ANNÉES

Liberté du marché	65
Le marché avant la guerre :	
La Bourse des changes.....	67
La Cote officielle	67
Papier court et papier long.....	70
Points d'or	71
Conclusion et règlement des affaires.....	71
Le marché pendant la guerre :	
Disparition du papier à échéance	72
Suppression de la circulation de l'or.....	72
Intervention de l'Etat sur le marché.....	73
Surveillance et contrôle du marché.....	73

Rôle de la Banque de France sur le marché....	75
Réformes apportées au fonctionnement de la Bourse	75
Evolution de la cote officielle.....	76
Transformation du marché.....	77

PREMIERE PARTIE

LE MARCHÉ AU COMPTANT

CHAPITRE PREMIER

Conclusion verbale des affaires.....	80
Section I. — Le marché avant Bourse.....	81
Banques et courtiers	81
Organisation matérielle :	
Téléphone	85
Télégraphe	88
Machines à calculer	89
Cours :	
Cours de câble et cours de courrier....	91
Cours contre Paris et cours contre Lon- dres	92
Cours demandés et cours offerts.....	93
Cours faits	96
Cours nominaux	96
Cours à Londres et sur les autres places	96
Parités :	
Comparaison des cours	98
Calculs de parités	99
Exemple de parités simples.....	100
Exemples de parités composées.....	101
Marges	111
Engagements sur les cours.....	112
Courtages	113
Section II. — Le marché en Bourse	115
Jours et heures des séances.....	115
Lieu de réunion.....	115
Aménagement de la Salle des Changes....	116
Accès à la Salle.....	116
La séance de la Bourse :	
La corbeille	118
Le téléphone	120
Le télégraphe	122

La Cote des Changes :	
Le Comité de la Cote.....	122
Les cours moyens et leur suppression..	123
Indications figurant actuellement à la	
Cote	124
Exemples de Cotes	126
Lacunes de la Cote.....	129
Importance respective des cours cotés..	131
Administration de la Salle des Changes..	131
SECTION III. — Le marché après Bourse.....	133
Positions et comptes-monnaies	134

CHAPITRE II

Règlement des affaires.....	137
SECTION I. — La valeur.....	137
Valeurs à Paris.....	138
Valeurs à Londres.....	141
Valeurs à Bruxelles.....	142
Différences de valeurs.....	143
SECTION II. — Les versements	143
SECTION III. — L'aval	148

CHAPITRE III

Constatation écrite des affaires	151
SECTION I. — Les arrêtés	151
Arrêtés établis par les Courtiers.....	152
Arrêtés établis par les Maisons de Banque	153
SECTION II. — Les confirmations.....	156

CHAPITRE IV

Les différents genres d'affaires.....	159
SECTION I. — Affaires de clientèle.....	160
Affaires traitées ferme.....	161
Ordres à exécuter :	
Ordres au mieux.....	164
Ordres à cours limités.....	168
SECTION II. — Affaires d'arbitrage.....	171
SOUS-SECTION I. — Généralités	171
SOUS-SECTION II. — Théorie des opérations d'arbitrage.	172
Arbitrage des monnaies nationales des deux	
places en communication :	
Cas où une place cote de certain et l'autre	
l'incertain	173

Cas où les deux places cotent l'incertain..	173
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places en communication :	
Opérations d'usance	175
Opérations contre monnaies nationales..	176
Remarques	181
SOUS-SECTION III. — Exemples d'opérations d'arbitrage.	183
Arbitrages entre Paris et Londres.....	183
Arbitrage des monnaies nationales.....	184
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance Paris	184
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance Londres	189
Combinaison de l'usance Paris et de l'usance Londres	191
Arbitrage entre Paris et Bruxelles.....	191
Arbitrage des monnaies nationales.....	191
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant contre Francs Français et Bruxelles contre Francs Belges.....	192
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Bruxelles travaillant usance Paris	193
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance Bruxelles	194
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris et Bruxelles tra- vaillant usance Londres.....	194
Cas spéciaux	194
Arbitrages couverture d'abord	195
Arbitrages à trois places	196
SOUS-SECTION IV. — Comptabilité des opérations d'arbi- trage	197
Opérations passées en compte social.....	197
Arbitrage des deux monnaies nationales.	198
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance Paris	202

Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance	
Londres	212
Opérations passées en compte ordinaire..	214
Arbitrage des deux monnaies nationales	214
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places.....	216

DEUXIEME PARTIE

LE MARCHÉ A TERME

CHAPITRE PREMIER

Conclusion verbale des affaires	220
Opérations à terme sec et opérations liées.	220
SECTION I. — Le marché avant Bourse.....	222
Banques et Courtiers	222
Echéances et montants	225
Les taux du terme.....	227
Taux prêteur et taux emprunteur.....	228
Cas du report.....	228
Cas du déport	231
Cas du pair.....	233
Le marché à Londres.....	235
Cas du discount	235
Cas de la prime.....	237
Opérations d'usage	239
Parités	239
Comparaison des taux.....	240
Calculs de parités.....	242
Eléments des taux de terme.....	244
Marges	248
Engagements sur les taux.....	249
Courtages	250
SECTION II. — Le marché en Bourse.....	250
La séance de la Bourse.....	250
Absence de publicité des opérations....	251
Téléphone et télégraphe.....	252
La Cote	253
Cotation officieuse	253
Cotation officielle	253
Lacunes de la Cote.....	256
SECTION III. — Le marché après Bourse.....	256
Positions	257

CHAPITRE II

Règlement des affaires.....	260
SECTION I. — La valeur.....	260
SECTION II. — Les versements	262
SECTION III. — L'aval	263

CHAPITRE III

Constatation écrite des affaires.....	264
SECTION I. — Les arrêts	264
SECTION II. — Les confirmations	266

CHAPITRE IV

Les différents genres d'affaires.....	269
SECTION I. — Affaires de clientèle.....	270
Affaires traitées ferme.....	272
Opérations liées	272
Opérations à terme sec.....	273
Importance des écarts.....	275
Ordres à exécuter.....	275
Ordres au mieux	276
Ordres limités	277
Opérations à terme et opérations d'es- compte	278
SECTION II. — Affaires d'arbitrage	280
SOUS-SECTION I. — Généralités.....	280
SOUS-SECTION II. — Théorie des opérations d'arbitrage.	281
Arbitrage des monnaies nationales des deux places en communication.....	281
Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places en communication.....	282
Opérations d'usage	282
Monnaie cotée à l'incertain.....	283
Monnaie cotée au certain.....	283
Opérations contre monnaies nationales...	283
Monnaie cotée à l'incertain sur les deux places	284
Monnaie cotée à l'incertain sur une place et au certain sur l'autre.....	285
Remarques	286
SOUS-SECTION III. — Exemples d'opérations d'arbitrage..	287
Arbitrage entre Paris et Londres de leurs monnaies nationales	287
Arbitrage entre Paris et Bruxelles de li- vres sterling, usage Paris.....	289
Arbitrage entre Paris et Londres de dol- lars contre Londres	290
Arbitrage entre Paris et Madrid de livres sterling contre monnaies nationales....	291
Arbitrage entre Paris et Londres de dol- lars contre monnaies nationales.....	292

Sous-SECTION IV. — Comptabilité des opérations d'arbitrage	292
--	-----

CHAPITRE V

Les Modifications du délai de livraison.....	294
SECTION I. — Reports à une échéance ultérieure.....	294
SECTION II. — Règlements anticipés	300

CHAPITRE VI

L'Office Central de Compensation et de Liquidation des opérations de change à livrer.....	304
Régime juridique de l'Office.....	304
Fonctionnement de l'Office.....	307
Remarques	312

TROISIEME PARTIE

RÉGIME JURIDIQUE ET FISCAL DES OPÉRATIONS DE CHANGE

CHAPITRE PREMIER

Etablissement du cours forcé et de diverses restrictions concernant les monnaies.....	316
Cours forcé.....	316
Prohibition d'exportation des monnaies...	316
Répression du trafic des monnaies nationales	318

CHAPITRE II

Organismes institués auprès du ministre des Finances.....	321
Commission des Changes.....	321
Comité de contrôle de l'exportation des capitaux	322

CHAPITRE III

La déclaration d'existence et l'autorisation ministérielle....	323
Principaux textes en vigueur.....	323
Déclaration d'existence	324
Autorisation ministérielle et déclaration d'existence	324
Agents d'exécution	327
Sanctions	327
Colonies	328

CHAPITRE IV

Le répertoire des opérations de change.....	329
Principaux textes en vigueur.....	329
Obligations imposées	330
Tenue des registres.....	330
Division du répertoire en trois parties..	331
Répertoire livraison	332
Etablissement des relevés de quinzaine.	333
Pluralité des registres.....	333
Modèles des registres	333
Agents d'exécution	336
Pénalités	336
Colonies	337
Application pratique	337

CHAPITRE V

Les restrictions concernant l'exportation des capitaux.....		339
Principaux textes en vigueur.....		339
SECTION I. — Exportation des capitaux.....		341
Formalités requises :		
1) Transferts soumis à l'autorisation ministérielle		342
2) Transferts nécessitant des justifications légales		344
3) Transferts effectués sur déclaration écrite précisant l'objet de l'envoi.		347
Règles particulières aux chèques.....		347
Opérations faites pour leur compte personnel par les Banques tenant le Répertoire		348
SECTION II. — Importation des titres et valeurs mobilières		348
SECTION III. — Le maintien à l'étranger du prix des marchandises exportées		350
SECTION IV. — Déclaration des avoirs à l'étranger et amnisties destinées à en favoriser le rapatriement		353
1) Déclaration annuelle		353
2) Amnisties		354
3) Suspension temporaire de la prohibition d'importation des titres et valeurs mobilières et rapatriement fictif		354
SECTION V. — Colonies		355
SECTION VI. — Sanctions		356
Nullités		356
Pénalités		357
SECTION VII. — Agents d'exécution.....		359
SECTION VIII. — Timbrage des titres.....		360
SECTION IX. — Prescriptions spéciales aux opérations de report.....		361
SECTION X. — Application pratique par le Service des changes		363

CHAPITRE VI

Le droit de timbre sur les opérations de change.....		366
Principaux textes en vigueur.....		366
Tarif de l'impôt.....		366

Opérations passibles de l'impôt. Règles gé-	
nérales	367
Règles spéciales aux opérations à terme..	369
Règles spéciales aux coupons et titres	
amortis	369
Liquidation de l'impôt.....	370
Versement de l'impôt.....	371
Droit de communication	372
Pénalités	373
Date d'application de la taxe.....	374
Colonies	374
Application pratique.....	375

CHAPITRE VII

Les règles de Vienne, 1926.....	376
SECTION I. — Règles générales.....	380
SECTION II. — Règles d'avaries communes.....	381
SECTION III. — Titres des règles.....	382
Conclusions	382

AVANT-PROPOS

La question des changes est une des plus actuelles de l'heure présente. Elle s'est révélée avec une brutalité impitoyable au lendemain de la guerre et les « crises des changes » qui ont sévi dans presque tous les pays européens, y ont provoqué des perturbations dont les conséquences ne disparaîtront qu'à la longue.

La situation des changes réagit à tel point sur la vie des affaires et même sur la vie courante, qu'on s'en préoccupe maintenant dans tous les milieux. Cependant, pour le grand public, le change conserve quelque chose d'inexplicable. Déjà avant 1914, l'opinion générale considérait volontiers le change comme un rébus indéchiffrable que personne d'ailleurs ne se souciait d'élucider, exception faite d'un petit nombre de spécialistes. La guerre a encore accru le mystère de ces combinaisons. Les relations des monnaies entre elles sont rarement bien comprises, quoique tout le monde en parle, et le change apparaît de plus en plus comme une divinité impénétrable mais commode car elle fournit une explication facile et impressionnante à toutes sortes d'événement favorables ou malheureux.

L'objet du présent travail n'est pas de démontrer une fois de plus que les oscillations perpétuelles des changes n'ont rien de très extraordinaire. Elles obéissent à des lois qui semblent assez bien établies en dépit de l'ardeur avec laquelle on a parfois proclamé la faillite de l'Economie Politique, sans doute parce que la situation empirait tous les jours.

Dans la vie des affaires, il ne s'agit pas d'expérimenter des théories économiques mais d'acheter ou de vendre du change à des prix avantageux. La réalité pratique

présente donc, en pareille matière, une importance considérable. C'est pour cela qu'il peut paraître utile de consacrer une étude d'inspiration pratique à la description et au fonctionnement du marché des changes au comptant et à terme ainsi qu'au régime juridique et fiscal des opérations de change. Désireux d'apporter une documentation précise en ce qui concerne les faits, nous nous efforcerons, au cours de ces pages, d'exposer le mécanisme complexe du marché des changes après avoir rappelé les notions primordiales qu'il faut garder présentes à l'esprit quand on aborde l'examen de ces questions.

INTRODUCTION

I

DÉFINITION DU CHANGE

Le Change constitue une des branches de l'activité bancaire. L'objet de la Banque est le commerce de la monnaie et son rôle économique consiste à répartir la monnaie au mieux des besoins. Si la Banque ne produit pas elle-même de richesses nouvelles, elle tient cependant une place capitale dans le mouvement des affaires puisqu'elle assure au commerce et à l'industrie les moyens de trésorerie qui leur sont nécessaires.

Ce commerce de la monnaie nécessite des déplacements de fonds d'un lieu dans un autre. C'est alors qu'intervient le change, le change étant précisément « l'opération qui consiste à se procurer en un lieu donné le moyen d'acquitter une dette ou de transférer des fonds en un autre lieu ». Ainsi défini dans sa généralité par M. Jules Decamps, la notion de change s'applique tout aussi bien à des paiements intérieurs qu'à des paiements étrangers. Aujourd'hui cependant, en cette matière, il ne s'agit plus que de règlements internationaux.

Le change intérieur a pourtant subsisté un certain temps après l'unification des monnaies. Il a disparu grâce à la facilité moderne des communications et, dans la plupart des Etats civilisés, les règlements intérieurs n'entraînent plus d'opérations de change. Ce que l'on continue à qualifier de change de place par tradition, ne comprend plus que les frais et commissions perçus à cette occasion par les Banquiers chargés du recouvrement des effets.

Le change ne concernant plus que le règlement des dettes internationales, consiste seulement dans l'échange des différentes monnaies nationales et peut se définir d'une manière plus restrictive comme l'opération qui permet de transformer la monnaie d'un Pays en monnaie d'un autre Pays.

Dans le langage courant, on désigne plus fréquemment, sous le nom de change, le prix de cette opération et le change ainsi compris indique la valeur d'une certaine monnaie exprimée en monnaie d'un autre Pays. Pour un Français, ce sera le prix en Francs français de la devise anglaise, la Livre sterling.

Il faut se rendre compte que toute transaction conclue avec l'étranger se termine inévitablement soit par l'achat par le Pays débiteur de monnaie du Pays créancier, soit par la vente par le Pays créancier de monnaie du Pays débiteur. Dans un cas comme dans l'autre, il intervient une opération de change.

La monnaie étrangère négociée grâce à une opération de change, doit être considérée exactement comme une marchandise que l'on s'efforce d'acheter ou de vendre dans les meilleures conditions possibles. C'est bien ainsi du reste que les choses se passent dans la pratique. Si un négociant désireux d'« assurer son change » donne à son banquier un ordre d'achat de £ 1.000, le banquier offrira les Francs de son client contre les £ 1.000 qu'un autre banquier lui proposera, en s'efforçant de donner le moins de Francs possible pour recevoir les £ 1.000. Le phénomène est le même quelle que soit la monnaie demandée ou offerte en paiement. Généralement ce sera la monnaie nationale et, à Paris, beaucoup de transactions de change se règlent en Francs français. Rien n'empêche toutefois de transformer une monnaie étrangère directement en une autre monnaie étrangère et de vendre à Paris des dollars contre Londres par exemple, c'est-à-dire de recevoir des Livres sterling en paiement de ses dollars.

Il en est des monnaies comme de toutes les marchan-

dises sur n'importe quel marché, on les paie d'autant plus cher que leur qualité est meilleure; leur valeur marchande dépend ainsi avant toute chose, de la situation financière du pays qui les a émises.

II

LA MONNAIE

Aristote avait compris la nature véritable de la monnaie : « Il est difficile de transporter les objets dont on a besoin pour l'échange. Les hommes imaginèrent alors de donner et de recevoir entre eux une chose ayant une valeur intrinsèque, qui passerait de mains en mains dans les usages de la vie journalière, comme le fer et l'argent. D'abord, l'étalon fut un poids déterminé; plus tard, les masses de métal reçurent une empreinte garantissant leur pureté ou leur valeur. » (1).

Cette définition vieille de vingt-quatre siècles est demeurée parfaitement exacte. Il est en effet difficile de transporter les objets dont on a besoin pour l'échange, et c'est la condamnation du troc. Dans une société civilisée, la comparaison directe des valeurs d'échange des produits et des services est pratiquement impossible : jamais on ne saurait calculer sérieusement leur équivalence. Ainsi les hommes en sont-ils arrivés tout naturellement à imaginer d'échanger produits et services contre une chose douée d'une valeur intrinsèque qui servirait aux autres marchandises de mesure commune en passant de main en main dans les usages de la vie journalière. En 1914, en fait sinon en droit, dans la plupart des Etats pour les affaires intérieures et dans le monde entier quant aux échanges internationaux, cette chose était l'or.

L'ÉTALON D'OR AVANT LA GUERRE

Monnaie d'or. — Les expressions monétaires de la plupart des pays telles que : Franc, Livre sterling, florin,

(1) Cité par M. Raphaël-Georges Lévy, à son cours.

Mark ou dollar, exprimaient certains poids d'or déterminés; les différentes lois monétaires fixaient le titre et le poids des monnaies en usage et permettaient ainsi de calculer la valeur réciproque des monnaies d'après leur teneur en or. Avec un même kilogramme d'or fin, on frappait :

3.444,44 Francs français, belges ou suisses.

2.790 Mark allemands.

136,568 Livres sterling.

De ces données, découlait mathématiquement le pair de chaque monnaie, autrement dit, la valeur théorique de cette monnaie exprimée en monnaie des autres Pays. Bien entendu, il était rare qu'en cas d'échange, l'opération pût s'effectuer au pair.

Le pair des principales unités monétaires ressortait comme suit :

	Fr.	L. st.	RM.	Fl.	Dollars
	—	—	—	—	—
1 Franc.....	»	0,0396	0,81	0,48	19,30
1 Livre sterling.....	25,221	»	20,43	7,108	4,86 2/3
1 Reichsmark	1,234	0,0489	»	0,593	23,82
1 Florin (Pays-Bas) ..	2,083	0,0825	1,687	»	40,20
1 Dollar	5,18	0,205	4,198	2,48	»

Les Pays qui étaient restés fidèles à l'étalon d'argent, et notamment l'Inde, assuraient cependant le règlement de leurs échanges extérieurs sur la base de l'or. Ils avaient adopté le système de l'étalon d'or de change (gold exchange standard) et, par ce procédé, leur monnaie intérieure pouvait être convertie en monnaie d'or à un taux fixé légalement en vue des règlements à effectuer à l'étranger.

Monnaie de papier. — Avant la guerre, à la circulation de l'or s'était ajoutée celle des billets de banque qui présentait alors une double utilité.

Tout d'abord, vu l'importance moderne des mouvements de fonds, les espèces métalliques étaient devenues

de ces « objets difficiles à transporter dont on a besoin pour l'échange ». On imagina alors de déposer cet or encombrant dans quelques Banques qui le remplacèrent dans la circulation par des billets comportant leur engagement de restituer cet or au porteur et à vue. Ainsi naquit la monnaie de papier, plus commode que la monnaie d'or, mais n'en étant que la représentation directe et jouissant des mêmes qualités économiques.

On n'en resta pas à cette conception. Le commerce moderne ne peut vivre sans crédit. Il lui est impossible d'attendre pour engager une affaire nouvelle que la précédente soit venue à échéance. Il a donc fallu trouver le moyen de monnayer les créances. C'est à ce résultat qu'on est parvenu grâce au billet de Banque. La présentation à l'escompte de l'Institut d'Emission d'effets de commerce à court terme fait sortir de ses caisses, pour ce laps de temps, un montant correspondant de billets que le tiré de l'effet devra lui restituer au jour de l'échéance. Le portefeuille commercial détenu par la Banque a la même valeur que les marchandises qu'il représente ; tireur, accepteur et endosseur ont engagé leur responsabilité à cet égard. Ce va-et-vient continuel des billets qui alimente le commerce et l'industrie en fonds de roulement présente ainsi toute sécurité pour la Banque d'émission. De plus, il n'est pas dangereux pour l'économie nationale, les moyens nouveaux de paiement n'étant accordés qu'aux producteurs d'une richesse correspondante.

L'ABANDON DE L'ÉTALON D'OR PAR SUITE DE LA GUERRE
ET LES TENTATIVES DE RETOUR A L'ÉTALON D'OR
APRÈS LA GUERRE

Tout le mécanisme de cette circulation de monnaie d'or et de monnaie de papier garantie intégralement s'est trouvé détruit par la Guerre, en raison de la consommation invraisemblable de richesses qu'elle a rendue nécessaire.

Au début des hostilités, tous les Pays belligérants ou neutres ont du suspendre en fait, sinon toujours en droit, l'exportation de l'or et la convertibilité des billets. Tout lien s'est trouvé ainsi rompu entre les différentes monnaies nationales et, depuis cet abandon de l'étalon commun sous l'empire de la nécessité, il est devenu impossible d'évaluer avec exactitude des monnaies dont on ne connaît plus la teneur en or.

La maladie monétaire produite par l'inflation a exercé ses ravages à des degrés divers dans la plupart des Pays. Presque partout, les conventions se sont trouvées viciées par suite de la dépréciation monétaire et des fluctuations des changes et tous les Pays atteints se sont efforcés de mettre fin le plus tôt qu'ils l'ont pu à un état de choses aussi préjudiciable.

A un certain moment, on aurait pu croire que, sous l'influence de certaines théories nouvelles, les différentes politiques monétaires ne s'orienteraient pas vers un retour pur et simple à l'étalon d'or.

Partant de ce principe que la stabilité des prix intérieurs importe davantage que la stabilité des changes, Mr. Keynes proposa aux hommes d'Etat de poursuivre une politique financière de direction de la monnaie. D'après son système, le but à atteindre serait de proportionner exactement au volume des affaires la quantité de monnaie en circulation et le montant des crédits bancaires. Ce résultat serait obtenu par la Banque d'Emission au moyen de modifications appropriées du taux de l'escompte et d'un contrôle serré du marché de l'argent. Mr. Keynes estime que, par une action coordonnée avec celle du Trésor Public, la Banque d'Emission peut assurer la stabilité des prix mieux qu'en échangeant ses billets contre de l'or. Bien entendu, la Banque d'Emission aurait à assurer la surveillance et le contrôle des changes, mais elle devrait modifier ses prix d'achat et de vente de l'or toutes les fois que cette

mesure lui paraîtrait nécessaire pour maintenir la stabilité des prix intérieurs (1).

Une opinion proche de celle de Mr. Keynes fût soutenue aux Etats-Unis par Mr. Irving Fisher qui s'éleva contre la notion du dollar unité de poids d'or immuable et qui proposa de faire varier ce poids d'or afin que le dollar devienne une unité de pouvoir d'achat invincible (1).

Ces théories d'apparence séduisante ne l'ont pas emporté. Il ne paraît pas qu'il y ait lieu de le regretter. Elles supposent en effet que la monnaie soit habilement dirigée et on peut se demander si, dans l'hypothèse inverse, on ne serait pas exposé à perdre simultanément la stabilité des changes et celle des prix intérieurs et, par conséquent, à supporter de nouveau les perturbations qu'on aurait cru disparues.

La controverse qui s'était élevée dans les milieux financiers anglo-saxons entre partisans de la politique de la monnaie dirigée et partisans du retour à l'étalon d'or a pris fin à l'avantage de ces derniers. Mr. Mac Kenna qui avait paru à un certain moment favorable à la théorie de la monnaie dirigée, prit finalement parti contre elle en célébrant le triomphe de l'or dans le discours qu'il prononça en qualité de Président de la Midland Bank, à l'Assemblée générale des actionnaires de cette Société en 1925 (2).

(1) D'après Louis Pommery : *Change et Monnaies*, pp. 43 à 45.

(2) Voici en quels termes s'exprima Mr. Mac Kenna :

« D'abord, il (l'étalon d'or) établit une mesure internationale de valeurs, mesure commune au monde entier et universellement acceptée; ensuite, son fonctionnement est automatique et il soulage les banques centrales d'une responsabilité qui, en dépit de l'heureuse expérience de l'Angleterre, pourrait ne pas toujours être exercée avec la science et le jugement indispensables à la prospérité du commerce national; il n'est pas d'ailleurs sans élasticité et, sous son régime, il y a place pour l'intervention des banques centrales. D'autre part, dans l'état actuel des connaissances et du sentiment public, l'un des plus grands avantages de l'étalon d'or est son effet moral; une nation qui aura rétabli la convertibilité de sa monnaie aura une meilleure opinion d'elle-même; elle se considérera presque comme plus honnête; la crainte d'être obligés d'abandonner l'étalon d'or agit comme un frein sa-

La restauration monétaire des différents Pays s'est donc accomplie par le retour à l'étalon d'or; mais il importe de signaler que cette restauration a été poursuivie et réalisée dans des conditions et sur des bases très différentes.

Certains Pays ont pu ramener leur monnaie à son pair d'avant la guerre. C'est le cas de la Grande-Bretagne qui, par un effort prodigieux, a rendu à la Livre sterling sa valeur d'autrefois.

Par contre, d'autres Pays ont laissé la dépréciation de leur monnaie se prolonger jusqu'à l'anéantissement, après quoi une nouvelle unité monétaire a été instituée. C'est le cas de l'Allemagne dont le nouveau Mark a bien la même valeur nominale que l'ancien, mais qui a rétabli le Mark après avoir fait table rase du passé.

Entre ces deux extrêmes, il existe une solution intermédiaire. Certains Pays ont restauré leur monnaie par la consolidation de sa valeur actuelle, en entérinant la dépréciation actuelle du papier-monnaie et en faisant choix d'une parité de conversion en or de ce papier-monnaie. C'est ce procédé auquel la Belgique a récemment eu recours. C'est à lui également que s'est rallié en France, le Comité des Experts, et, par suite, c'est vers lui que s'oriente vraisemblablement la politique monétaire de la France.

lutaire sur la prodigalité des gouvernements qui peuvent être tentés d'admettre une simple fluctuation des changes, mais n'osent pas en venir à la suspension des paiements en espèces; c'est un réel avantage pour une nation que d'avoir une monnaie basée sur une valeur qui est universellement reconnue; même si l'on n'avait pas d'autres raisons de préférer l'étalon d'or, son universalité constituerait un argument décisif en sa faveur. Il se peut que cet argument soit plus psychologique qu'économique, mais il n'en est pas moins puissant car nous n'avons pas encore atteint le stade où les considérations économiques seront nos seuls guides pour juger de l'excellence de telle ou telle méthode, de tel ou tel système. Pour le moment, il n'y a plus une seule nation qui, ayant perdu l'étalon d'or, ne souhaite de le retrouver et ne considère ce retour comme la plus désirable des mesures financières. »

(Cité par Louis Pommery, *Change et monnaies*, page 46.)

FRANCE

En France, la production nationale a diminué pendant la guerre dans des proportions très considérables, par suite de la mobilisation et de l'invasion.

L'Etat a dû importer sans compter. Les chiffres établis par les Douanes, tout incomplets qu'ils sont, fournissent à cet égard d'éloquents indications.

Le déficit apparent de la balance commerciale qui a été de 7.105 millions, au cours de la période 1908-1913, est passé à 61 milliards entre les mois d'août 1914 et de décembre 1918. Les Douanes accusent encore en 1919 et 1920 un déficit s'élevant à 46 milliards. C'est que d'énormes importations ont été faites alors dans le but de reconstituer l'industrie. Depuis 1921, les importations et les exportations ont enfin tendu vers l'équilibre. Le déficit de 1923 n'est plus que de 2.256 millions et 1924 laisse une solde favorable de 1.540 millions. C'est la première fois depuis 1875 que les exportations ont balancé les importations. En 1925 cependant, les Douanes ont accusé une solde déficitaire de 1.433 millions. Par contre, en 1926, les importations et les exportations se sont sensiblement équilibrées.

Les sommes formidables que l'Etat a dû dépenser pour mener la guerre et ensuite pour en réparer les conséquences, se sont traduites par un fabuleux déficit budgétaire qui atteint 291.309 millions, en supposant le budget de 1926 en équilibre et en ne tenant pas compte des 15 milliards environ encore à dépenser dans les pays dévastés.

Pour se procurer les ressources nécessaires, l'Etat a eu recours aux trois moyens qui s'offraient à lui : l'inflation fiduciaire, l'emprunt et les impositions. De ces trois procédés, il est indiscutable que le premier est le pire; cependant, étant donnée la situation où se trouvait la France pendant la guerre et au lendemain de l'armistice, il ne semble pas douteux que l'Etat n'ait guère le choix des moyens et qu'il n'aurait jamais pu

obtenir de l'emprunt et des impositions les moyens financiers qu'il lui fallait se procurer.

En France, l'inflation a été pratiquée sous la forme d'avances de la Banque de France à l'Etat. Il importe d'ailleurs de remarquer que si le mot « inflation » est une expression récente, le procédé, qu'il désigne a toujours été utilisé chaque fois que le Trésor Public s'est trouvé lourdement obéré. En 1914, l'Etat, comme il l'a fait à toutes les époques graves de l'Histoire, voulut se procurer le « nerf de la guerre » en multipliant les signes monétaires. Mais en « augmentant la monnaie », l'Etat lança dans la circulation des billets sans couverture commerciale ni date approximative de rentrée. Ces billets ont causé une perturbation monétaire proportionnelle à leur nombre. La créance sur l'Etat augmente évidemment l'actif de la Banque, mais dans la mesure où le public et l'étranger estiment que cette dette sera plus ou moins rapidement acquittée. A partir du moment où le billet de la Banque de France a cessé d'être remboursable au porteur, à vue et en espèces, la monnaie de papier dont la valeur intrinsèque était indiscutable, s'est trouvée transformée en papier-monnaie dont la valeur propre ne peut plus être déterminée avec précision.

Avant la guerre, le chiffre des émissions des billets de la Banque de France était fixé à 6.800 millions. Dès le début des hostilités, ce chiffre fut porté « provisoirement » à 12 milliards. Jusqu'en 1920, des augmentations successives de la circulation fiduciaire servirent à alimenter le Trésor Public.

On aurait pu croire alors que l'Etat ne recourrait plus à cet expédient. Cependant en 1925, la situation de la Trésorerie devint si critique qu'il fut nécessaire de relever successivement le montant maximum des avances de la Banque à l'Etat et, par voie de conséquence, celui des émissions des billets.

Au début de 1925, le montant maximum des avances

et celui des émissions atteignaient respectivement 22 milliards et 41 milliards.

Ces chiffres furent successivement portés :

A 26 milliards et à 45 milliards, par la convention du 7 avril 1925 et la loi du 15 avril 1925;

A 32 milliards et à 51 milliards, par la convention du 30 juin 1925 et la loi du 27 juin 1925;

A 33 milliards 1/2 par la convention du 24 novembre 1925 et la loi du 23 novembre 1925;

A 39 milliards 1/2 et à 58 milliards 1/2, par la convention du 7 décembre 1925, et la loi du 4 décembre 1925.

L'Etat ayant remboursé un milliard le 31 décembre 1925, principalement au moyen d'un virement du compte Intérêts, le maximum des avances fut ainsi ramené automatiquement à 38 milliards 1/2.

En 1926, la situation fut à un moment donné tellement alarmante que la loi du 22 juillet 1926, votée d'urgence, autorisa la rétrocession à la Banque des devises détenues par le Trésor et éleva le montant maximum des émissions d'une somme égale au produit de ces cessions.

Quelques jours après, la loi du 7 août 1926 concernant les opérations en vue de la stabilisation de la monnaie, en autorisant la Banque de France à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché, l'a dispensée de compter dans le contingent fixé par les lois précédentes, les billets émis pour un montant correspondant aux monnaies, à l'or et aux devises ainsi achetées; cependant ces billets devront être retirés de la circulation en cas d'aliénation des monnaies ou des devises précédemment acquises.

Le remboursement par l'Etat, le 31 décembre 1926, d'une somme de deux milliards a eu pour conséquence de ramener à 36 milliards 1/2 le maximum des avances.

Ces émissions successives de billets dont la plupart a été utilisée par l'Etat à l'acquittement de dépenses im-

productives, ont eu pour conséquence inévitable de diminuer le pouvoir d'achat du Franc.

Les prix ont monté dans des proportions considérables pendant la guerre et surtout depuis (1). C'est la disette dont l'histoire a enregistré l'apparition à chaque période troublée. Il est vrai qu'on l'appelle maintenant la vie chère, mais le phénomène économique n'en est guère modifié. La hausse des prix a été générale et s'est étendue au monde tout entier. Les Gouvernements se sont bien efforcés, pendant la guerre, d'y remédier autant que possible en empêchant les consommations inutiles par des mesures de contrainte et des restrictions. La France a pu, durant la guerre, éviter la dépréciation étrangère de sa monnaie et, par la même, la hausse des marchandises importées, grâce aux avances des Trésoreries alliées et au chevillage du change. Mais, presque aussitôt l'armistice signé, les restrictions et les contraintes disparurent, les Etats-Unis et la Grande-Bretagne supprimèrent la collaboration financière, les milliards thésaurisés dans les campagnes pendant la guerre entrèrent en circulation par suite des achats de terre, tandis que l'Etat se faisait concéder par la Banque de nouvelles avances. Il en résulté cette hausse invraisemblable des prix en 1919 et pendant une partie de 1920, puis, au milieu de 1920, la crise générale de mévente suivie d'une baisse aussi rapide. Il a fallu tout de même se préoccuper de remettre de l'ordre dans notre économie nationale et de réduire les dépenses de consommation au profit des dépenses de production.

L'année 1921 a véritablement marqué un tournant à cet égard. Depuis, notre situation générale a tendance à s'améliorer grâce à « cette activité reconfortante, ce courage persévérant que manifeste le pays, comme il l'a

(1) Il importe, d'ailleurs de remarquer que l'or s'est déprécié lui-même depuis la guerre et que, dans les Pays où l'or circule, l'indice des prix de gros a augmenté de 60 % depuis 1914. (Voir W. Robson. Les Causes et les remèdes de la crise financière, p. 25).

fait invariablement dans le passé, même aux heures les plus critiques. » (1)

On peut croire que les choses se seraient rapidement remises en équilibre, n'eut été le mauvais état des finances publiques, qui a provoqué en 1925 et en 1926, une crise d'une violence particulière.

Au 31 décembre 1913, la dette publique se montait à 32.594 millions dont 1.432 millions seulement représentaient la dette flottante (2). Quant à la dette extérieure, il n'en était pas question.

Au 31 octobre 1925 (2), la situation se présentait comme suit :

	Millions
	—
<i>Dette intérieure</i> perpétuelle et à long terme.....	153.144
— à court terme.....	41.803
— flottante (y compris les avances de la Banque)	88.864
Au total.....	283.811
<i>Dette extérieure en Francs-or</i> : politique.....	31.100
— commerciale	5.285
Au total.....	36.385

L'annuité de la dette en 1925 s'est ainsi élevée à 19.260 millions, y compris, il est vrai, les dettes viagères de l'Etat, telles que les pensions (3). Pour l'exercice 1927, l'annuité prévue est de 21.535 millions sans parler de 4 milliards 1/2 destinés au remboursement de valeurs à court terme échéant en 1927 (4).

(1) Compte rendu du Conseil Général à l'Assemblée Générale des Actionnaires de la Banque de France, du 28 janvier 1926.

(2) Rapport Chéron du 22 février 1926, p. 277.

(3) Rapport Chéron, du 22 février 1926, p. 10.

(4) Rapport général sur le budget général de l'exercice 1927, par M. de Chappedelaine, t. I, p. X.

Quant à la créance sur l'Allemagne, la part française de l'annuité Dawes a atteint (1) :

Mark or : 454.471.000 pour l'exercice 1^{er} septembre 1924-31 août 1925 ;

Mark or : 590.000.000 pour l'exercice 1^{er} septembre 1925-31 août 1926.

D'après la répartition envisagée pour le troisième exercice (1^{er} septembre 1926-31 août 1927), la part de la France atteindrait Mark or : 733.230.897 (2).

Ces recettes reçoivent, en principe, les affectations suivantes (1) :

- Entretien des troupes d'occupation ;
- Règlement des indemnités encore dues aux sinistrés ;
- Paiement des dettes interalliées ;
- Amortissement de la dette intérieure.

La dette flottante est constituée en très grande partie par des Bons de la Défense nationale. Cette forme de placement a rendu de très grands services pendant la guerre. Les économistes qui avaient prédit l'impossibilité de longues hostilités faute de ressources, n'avaient pas songé que l'Etat pourrait financer la guerre indéfiniment par l'entrée et la sortie continuelle de billets une première fois émis et cela, en généralisant le procédé des bons du Trésor et en transformant le Trésor Public en une gigantesque Caisse de dépôts.

Cependant ce système ne pouvait pas durer toujours. En 1921, l'émission des Bons de la Défense Nationale a atteint son apogée avec le chiffre de 65.420 millions, mais, depuis 1924, le public s'est détourné de ce placement. Au 31 décembre 1924, la circulation des Bons de la Défense Nationale n'était plus que de 54.538 millions ; au 15 décembre 1925, elle était tombée à 45.679 millions. Il est vrai que des bons ont été repris à l'emprunt 4 %

(1) Rapport du Comité des Experts, p. 95.

(2) Rapport de Chappedelaine, p. XXVII.

1925 pour une somme de 4.994 millions. Tous les mois, 7 milliards environ arrivaient ainsi à échéance. Quand le renouvellement des Bons de la Défense Nationale se faisait mal, les embarras du Trésor devenaient inextricables (1). C'est en grande partie pour honorer sa signature que l'Etat s'est trouvé réduit en 1925 à exiger coup sur coup de nouvelles avances de la Banque de France (2).

(1) « C'est, Messieurs, une vérité d'évidence, aujourd'hui, après les événements qui se sont déroulés en 1925 et 1926, que l'une des difficultés essentielles de notre trésorerie réside dans l'existence d'une dette flottante importante, de ce que M. le Président du Conseil appelait à Versailles cette « masse la plus mobile, la plus impressionnable, la plus sensitive et, par conséquent, la plus dangereuse en temps de crise des titres émis par la Trésorerie ». Elle comprend, vous le savez, les 45 ou 46 milliards de Bons de la Défense Nationale à 1 mois, à 3 mois, à 6 mois, à 1 an et les 3 milliards de bons ordinaires du Trésor.

« Qu'un incident se produise dans la vie politique ou économique du Pays qui émeuve l'opinion, ébranle la confiance, suscite des craintes d'avenir, et voici les porteurs de bons se pressant aux guichets de l'Etat et sollicitant des remboursements qui, à certains jours de juillet dernier, ont dépassé pour Paris seul de plus de 200 millions les émissions simultanées.

« Quelle trésorerie pourrait résister à de pareils assauts? C'est en quelque sorte l'inflation forcée. »

(Extrait du discours prononcé par M. Albert Lebrun, vice-président du Sénat, président du Conseil d'administration de la Caisse autonome de gestion des Bons de la Défense nationale et d'amortissement de la Dette Publique, à la séance inaugurale du 15 septembre 1926. *Journal Officiel* du 16 septembre 1926, p. 10.307.)

(2) A la question écrite de M. Bouteillé, député, qui demandait comment ont été employés les 17 milliards d'inflation votés en 1925, le ministre des Finances a répondu par les indications suivantes:

« A la date du 10 décembre 1925, le montant des prélèvements effectués à la Banque par le Trésor depuis le début de l'année, ne s'élevait qu'à 11.900 millions. Les sommes ainsi prélevées au cours de l'année, ont été utilisées pour faire face :

1° A concurrence de 1.350 millions en nombre rond, à la régularisation d'opérations de Trésorerie afférentes à l'année 1924.

2° A concurrence de 9 milliards environ, au remboursement d'une partie de la dette commerciale extérieure ainsi que des valeurs du Trésor et du Crédit National.

3° A concurrence de 1.550 millions en nombre rond, aux avances consenties par le Trésor, en vertu des lois existantes, à diverses collectivités telles que le Crédit National, les Chemins de fer de l'Etat et de l'Alsace-Lorraine, la Caisse des pensions. »

(*Vie Financière* du 16 janvier 1926.)

Afin qu'il soit mis fin à cette politique d'expédients, un Comité d'Experts fut institué par décret du 31 mai 1926 et reçut notamment la mission de formuler un avis sur les mesures propres à réaliser l'assainissement financier.

En tête de son Rapport daté du 3 juillet 1926, le Comité des Experts déclara que « la caractéristique essentielle de la situation présente est l'instabilité monétaire » (1) et il ajoute que « le Franc ne retrouvera une stabilité complète que lorsque le porteur de billets aura le droit d'exiger une somme d'or correspondant à la valeur inscrite sur son billet, c'est-à-dire, lorsqu'on aura aboli le cours forcé » (2).

Cette abolition du cours forcé ne suppose pas le retour du Franc au pair d'avant guerre, hypothèse que le Comité écarte résolument. Cette solution, en effet, lui paraît chimérique car elle suppose une déflation continue et systématique, ruineuse pour les contribuables qu'écraserait le poids d'une dette publique revalorisée, ruineuse pour le commerce, l'industrie et l'agriculture qui ne pourraient supporter ni la réduction indéfinie des prix ni les conséquences des engagements souscrits en Francs dépréciés et enfin injuste car les bénéficiaires de la revalorisation du Franc ne seraient pas les victimes de sa dépréciation (3).

Le Comité a proposé en conséquence le retour à la stabilité par une nouvelle définition de la valeur légale du Franc. Cependant cette réforme légale ne peut intervenir qu'après la réalisation préalable, pendant une période assez longue, d'une stabilisation de fait dont le rapport du Comité des Experts précise nettement les conditions d'ordre moral et de caractère technique (4).

(1) Rapport du Comité des Experts. Conditions de la situation actuelle, p. 7.

(2) Rapport du Comité des Experts. Conditions de la stabilité monétaire, p. 11.

(3) Rapport du Comité des Experts. Caractères de la situation actuelle, p. 9.

(4) Rapport du Comité des Experts. Conditions de la stabilité monétaire, p. 11.

Au point de vue moral, le Rapport réclame le rétablissement de la confiance dans la monnaie par des mesures appropriées afin que les Français et les étrangers ne doutent ni de la sécurité des capitaux, ni du respect des engagements, ni de la continuité des vues des Pouvoirs publics.

Au point de vue technique, la stabilisation de fait suppose :

1^o L'équilibre de la balance des comptes grâce à l'arrêt de l'évasion des capitaux français, à l'octroi exceptionnel et provisoire de crédits étrangers à plus ou moins long terme et au retour progressif des capitaux français expatriés ;

2^o La réalisation absolue de l'équilibre budgétaire ;

3^o L'équilibre de la Trésorerie ;

4^o Le règlement définitif de nos engagements extérieurs ;

5^o L'adaptation de l'économie générale du pays à la nouvelle situation monétaire ;

6^o L'existence à la Banque d'émission d'une couverture en or ou en devises étrangères suffisante, avec le portefeuille commercial, pour garantir la circulation des billets (1).

Parmi les mesures techniques préconisées par le Comité, celles qui concernent l'équilibre du budget, celui de la Trésorerie, ainsi que l'approvisionnement de la Banque de France en or et en devises, ont pu être prises dans un délai très court.

En premier lieu, un nouvel effort fiscal fut demandé au pays afin que les budgets de 1926 et de 1927 ne se soldent par aucun déficit.

Il convient d'ailleurs de remarquer que la réalisation progressive de l'équilibre budgétaire a été poursuivie depuis la guerre grâce à l'adoption successive de nombreuses lois fiscales :

(1) Rapport du Comité des Experts. Conditions de la stabilité monétaire, p. 11.

Loi du 25 juin 1920, portant création de nouvelles ressources fiscales,

Loi du 22 mars 1924, ayant pour objet la réalisation d'économies, la création de nouvelles ressources fiscales et diverses mesures d'ordre financier (loi du double décime),

Loi du 13 juillet 1925, portant fixation du budget général de l'exercice 1925,

Loi du 4 décembre 1925, instituant des mesures exceptionnelles destinées à assurer l'équilibre de la Trésorerie (loi des impôts additionnels), — cette loi votée d'urgence dut être modifiée sur certains points par la loi du 31 décembre 1925 (douzième provisoire de janvier 1926),

Loi du 4 avril 1926, portant création de nouvelles ressources fiscales,

Loi du 29 avril 1926, portant fixation du budget général de l'exercice 1926.

Les différentes dispositions contenues dans ces textes successifs ont été complétées et remaniées par la

Loi du 3 août 1926, créant de nouvelles ressources fiscales, modifiée par la loi du 12 août 1926, où l'on retrouve la plupart des suggestions fiscales du Comité des Experts (1) et qui a institué des recettes nouvelles, évaluées à 8.840 millions (2).

En second lieu, la Caisse d'amortissement autonome créée par les articles 170 à 181 de la loi du 29 avril 1926 fut supprimée et fit place à la Caisse de gestion des Bons de la Défense Nationale, d'exploitation industrielle des tabacs et d'amortissement de la Dette publique, instituée par la loi du 7 août 1926 sous la forme d'un établissement public jouissant de la personnalité civile et de l'autonomie financière.

Cette création avait été proposée par le Comité des

(1) Voir Rapport du Comité des Experts. Chapitre V. Questions fiscales.

(2) Déclarations de M. Poincaré. Chambre. 2^e séance du 7 décembre 1926. *J. O. Débats*, p. 4133.

Experts (1) à qui il avait « paru de première importance de séparer nettement de la Trésorerie le Bon de la Défense Nationale qui doit être considéré comme un legs du passé. »

La Caisse a reçu la mission :

1° D'assurer le service des intérêts, du remboursement et des renouvellements des Bons de la Défense Nationale, les Bons du Trésor alors en circulation étant gérés également par la Caisse et ne pouvant être renouvelés que sous forme de Bons de la Défense Nationale (2) ;

2° D'exploiter, jusqu'à l'amortissement complet des Bons de la Défense Nationale et des obligations que la Caisse aura émises, le monopole de l'achat, de la fabrication et de la vente des tabacs.

Le montant maximum des Bons gérés par la Caisse a été fixé à 49 milliards, ce chiffre étant abaissé chaque année du montant des bons amortis. La circulation réelle peut toutefois dépasser temporairement de 6 % la limite ainsi déterminée (3).

Les taux d'intérêt des Bons et les prix des tabacs sont fixés par décrets pris en accord avec le Conseil d'administration de la Caisse.

Les ressources de la Caisse comprennent notamment :

1° Le produit net de la vente des tabacs (4) ;

2° Le produit en espèces ou en bons de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation instituée par l'article 18 de la loi du 3 août 1926, ainsi que

(1) Rapport du Comité des Experts, pp. 33 et 34.

(2) L'intérêt des Bons de la Défense Nationale et des bons ordinaires du Trésor pris en charge par la Caisse figurait dans les prévisions du budget de 1926 pour une somme de 2.635.158.266 francs (Rapport de Chappedelaine déjà cité, p. V).

(3) Cette facilité est rendue nécessaire par le grand nombre de guichets qui délivrent les Bons.

(4) Le produit net du monopole des tabacs était évalué à la somme de 2.411.878.185 francs dans les prévisions budgétaires de 1926 (Rapport de Chappedelaine déjà cité, pp. V et VI).

celui de la taxe successorale et des droits de mutation par décès fixés par l'article 19 de la même loi (1) ;

3° Une annuité budgétaire correspondant à la différence entre le produit net de la vente des tabacs et les sommes nécessaires pour assurer le service de l'intérêt des Bons gérés par la Caisse et des titres émis par elle (2).

Les titres de rente et valeurs du Trésor remis en paiement de la taxe complémentaire, des droits de mutation par décès et de la taxe successorale conformément à l'article 20 de la loi du 3 août 1926, doivent être annulés par la Caisse.

La Caisse peut se faire consentir des avances et être autorisée par décret à émettre des titres gagés sur les recettes des tabacs et bénéficiant de nombreux privilèges. Dès le mois d'octobre 1926, la Caisse a procédé à une émission d'obligations 6 % à revenu variable pour une somme de 3 milliards. Le plafond de la circulation des Bons s'est ainsi trouvé diminué d'autant.

Afin de compléter ces dispositions et pour parer au déséquilibre momentané entre les encaissements et les décaissements du Trésor, la loi du 7 août 1926 a fixé la limite d'émission des Bons ordinaires du Trésor à 5 milliards, chiffre proposé par les Experts (3).

Dans le but d'assurer la durée de l'organisme nouveau, le Gouvernement a tenu à faire consacrer par la loi constitutionnelle du 10 août 1926 l'autonomie de la Caisse de gestion ainsi que l'affectation à la Caisse des recettes nettes de la vente des tabacs, du produit de la taxe complémentaire, du produit des droits de succession et des contributions volontaires. La loi porte de plus que le produit de ces différentes ressources au cours du premier

(1) Au cours de la discussion du projet de loi à la Chambre des Députés, M. Poincaré a évalué le produit des droits de succession à 2.700 millions et celui de la taxe exceptionnelle à 800 millions (compte rendu 2^e séance du 5 août 1926. *J. O.*, p. 3181).

(2) Cette annuité figure pour la somme de 325 millions dans le projet de budget de 1927 (Rapport de Chappedelaine déjà cité, p. VII).

(3) Rapport du Comité des Experts, p. 39.

exercice financier constitue la dotation annuelle minimum de la Caisse et qu'en cas de diminution ultérieure de ces ressources, un crédit au moins égal à cette insuffisance sera inscrit au budget.

En troisième lieu, dans le but de permettre à la Banque de France de s'approvisionner en or et en devises, le Gouvernement a fait voter la loi du 7 août 1926 concernant des opérations en vue de la stabilisation de la monnaie (1).

(1) Au cours de la discussion de cette loi par la Chambre des Députés, M. Poincaré, Président du Conseil des Ministres et Ministre des Finances, a exposé les vues du Gouvernement dans les termes suivants :

« La hausse des changes... qui s'est produite dans ces derniers mois, a tenu certainement en grande partie à la situation où se trouvaient à la connaissance de l'étranger, notre budget et notre trésorerie.

« Elle a tenu aussi... aux inflations successives que les Chambres ont été amenées à voter.

« Elle a tenu à notre balance commerciale et à l'exportation de devises que vous avez cherché à faire cesser par de nouvelles dispositions fiscales dans le premier des projets.

« Mais elle a tenu également, personne ne le saurait contester, à de regrettables spéculations, souvent lointaines, souvent insaisissables et qui peuvent recommencer demain. Contre ces spéculations, il faut bien que je le dise à la Chambre, parce que tout le monde, du reste, le sait, nous manquons aujourd'hui, après épuisement du fonds Morgan, des munitions monétaires qui nous sont indispensables.

« Je ne suis nullement d'avis, je le dis hautement, de nous procurer de ces munitions par une diminution de l'encaisse de la Banque, l'encaisse étant, à mes yeux, une de nos plus solides garanties d'avenir.

« Quant aux crédits extérieurs..., quant aux emprunts extérieurs à plus ou moins long terme, que je distingue naturellement des crédits, je crois qu'il est prudent de n'y pas recourir avant d'avoir d'abord amélioré notre devise et fortifié notre position au regard de l'étranger.

« Dès lors, que faire ? »

Le Président du Conseil écarte les solutions qui lui ont été proposées au cours de la discussion générale, déflation mais sans qu'on ait pu dire comment la réaliser, — politique des prix dont l'efficacité ne peut être immédiate.

« A l'heure présente, il nous faut des armes pour nous défendre. Il ne nous reste, dès lors, qu'un système d'ailleurs très souvent employé qui est même, en ce moment, employé dans un très grand nombre de Pays Européens.

« Dans tous les pays, en effet, où la devise nationale a été dépréciée dans le bouleversement général de l'Europe, on a cherché

Ce texte autorise, d'une part, la Banque à procéder à des achats d'or, d'argent et de devises sur le marché et, d'autre part, le Ministre des Finances à passer, pendant

avec plus ou moins de succès, à accomplir un effort de redressement, tantôt en recherchant d'abord des crédits extérieurs, ce qui me paraît être plutôt la seconde étape que la première, tantôt en commençant, au contraire, et je crois qu'on avait raison, par des mesures d'ordre intérieur.

« Presque partout, les Etats intéressés ont demandé, pour cette œuvre de longue haleine, le concours de leur Institut d'Emission. »

Le Président du Conseil cite alors l'exemple de la Hongrie, de la Tchéco-Slovaquie et de la Finlande.

« Ce qui a été fait en Hongrie, ce qui a été fait en Finlande, ce qui a été fait en Tchéco-Slovaquie, ce qui est fait depuis plusieurs mois pour le dinar en Yougoslavie, nous croyons que nous pouvons et que nous devons le tenter pour le franc et que, dans une entreprise de cette sorte, la Banque de France est qualifiée pour intervenir, et pour intervenir dans l'intérêt public.

« La Banque de France, je ne saurais trop le dire, jouit d'un grand crédit à l'étranger, et il est indispensable que ce crédit ne soit pas entamé.

« La Banque de France, aux termes de ses statuts, ne se confond pas avec l'Etat. Elle a l'indépendance que la loi lui a garantie, mais elle est et elle doit être, dans une opération de redressement suivie d'une opération de stabilisation, l'alliée fidèle de l'Etat.

« Pas plus qu'elle, je le répète, nous ne voulons qu'il soit touché à son encaisse qui reste la meilleure caution de ce redressement et de cette stabilisation ultérieure.

« Pas plus qu'elle, non plus, nous ne voulons que, dans l'œuvre monétaire qu'elle entreprendra, elle puisse réaliser pour elle-même ou pour ses actionnaires un bénéfice quelconque. Sur ce point, il ne peut y avoir la moindre ambiguïté.

« Mais nous croyons indispensable que, pour mettre fin peu à peu au désordre monétaire des changes, elle ait à sa disposition, par ses propres moyens, une masse de manœuvre qui l'aide à régulariser les oscillations des changes.

« Il faut qu'elle puisse se procurer des devises appréciées, il faut qu'elle puisse les utiliser suivant les besoins.

« Comme elle augmentera ainsi son encaisse, il est naturel qu'elle achète ces devises avec du billet. Mais, Messieurs, la loi spécifie qu'aucun billet ne pourra être émis s'il n'a pas comme contrepartie l'entrée d'une devise à la Banque.

« Comme les sorties de devises et les variations des cours pourraient avoir comme conséquence de modifier la valeur de cette contrepartie, il sera entendu que, tous les six mois, la Banque procèdera à un décompte des mouvements des devises et que le montant des billets émis ne pourra dépasser la contrevaletur calculée au cours moyen des changes, pendant le semestre.

« Il n'y aura donc là, Messieurs, rien absolument rien, qui ressemble à de l'inflation, non seulement rien qui ressemble à de

un délai de trois mois, avec le gouverneur de la Banque toutes conventions permettant à l'Institut d'émission de préparer, par le redressement du franc, la stabilisation de la monnaie; aucune de ces conventions ne doit d'ailleurs avoir pour effet d'élever soit la limite d'émission de la Banque soit le total des avances à l'Etat au-dessus des chiffres fixés par les lois antérieures (1).

Au cours de son compte rendu à l'Assemblée générale des actionnaires du 27 janvier 1927, le gouverneur de la Banque de France a déclaré que l'Institut était intervenu sur le marché « sans avoir pris à cet égard aucun

l'inflation faite dans l'intérêt du budget..., mais même rien qui ressemble à une inflation quelconque, puisque aucun billet ne sera émis qu'en échange d'une valeur or qui viendra enrichir l'encaisse.

« La proportion, comme on le remarquait tout à l'heure, entre le montant de l'encaisse et le nombre des billets, ne pourra jamais diminuer; on ne pourra raisonnablement parler d'inflation.

« Dès lors, la Banque ne pouvant émettre des billets que contre des devises, sera, et j'attire toute l'attention de la Chambre sur ce point, maîtresse de refuser des billets à tous ceux qui ne lui apporteraient pas des devises.

« Elle aura ce droit notamment à l'égard des industriels et des établissements de crédit, comme à l'égard de tous les citoyens, et elle pourra et elle devra imposer à tous cette condition : Remettez-nous des devises, rapatriez vos devises, si vous en avez à l'étranger, sinon, je ne puis pas vous donner de billets.

.....

« Si des spéculations étrangères — et c'est l'autre avantage de la combinaison — ou des spéculations françaises s'exerçaient sur un marché quelconque dans le monde, la Banque aura entre les mains un puissant instrument de régularisation.

« Elle pourra ainsi, lorsque le moment deviendra favorable, contribuer à préparer, par un redressement graduel, la stabilisation définitive du franc. En attendant, elle pourra empêcher ou tout au moins essayer de conjurer, dans une certaine mesure, toutes les tentatives d'avalissement de notre monnaie qui, demain ou après, n'en doutez pas, pourront recommencer, si nous ne prenons pas les mesures nécessaires.

« C'est l'œuvre, Messieurs, sans laquelle le marché des changes restera exposé à tous les risques et à toutes les aventures. »

.....

(Débats parlementaires. Chambre des Députés, 2^e séance du 5 août 1926. J. O., page 3199.)

(1) Ainsi qu'il a été exposé ci-dessus, page 17, les billets émis en contrevaieur des monnaies, de l'or et des devises ainsi acquis n'entrent pas en compte dans le contingent d'émission aussi longtemps que ces monnaies ou ces devises n'ont pas été aliénées.

engagement, ni assumé aucune responsabilité pour l'avenir. » Il semble bien, dans ces conditions, que le Trésor public se soit engagé envers la Banque à assumer les risques inhérents à toute intervention.

Ces différentes mesures constituent une première étape vers la stabilisation de fait, prélude de la stabilisation de droit. En raison des nombreuses dispositions préliminaires qui doivent être prises, le Comité des Experts prévoit en effet la répartition sur trois périodes des opérations de stabilisation :

1° Période de pré-stabilisation avec oscillation du change autour d'un cours plus ou moins arrêté à l'avance;

2° Période de stabilisation de fait, pendant laquelle on saura que la Banque achète et vend l'or et les devises-or à un cours fixe;

3° Période de stabilisation de droit, à dater du moment où on aura légalisé et confirmé la situation de fait antérieure; c'est alors que devra se résoudre le problème de l'étalon monétaire et celui du règlement définitif des avances de la Banque à l'Etat (1).

Il n'est pas possible de fixer par avance le moment et le niveau qui devront être choisis. Il faut, en effet, laisser les forces naturelles produire leurs effets et préciser par le fait que le Franc tendra à se stabiliser, les forces dont le change est la résultante tendront à se modifier; c'est ainsi que les prix intérieurs monteront et que la prime à l'exportation diminuera. Il est donc indispensable de procéder très prudemment. C'est pourquoi une stabilité de fait d'une année au moins, après la réalisation de toutes les conditions nécessaires, semble être nécessaire avant qu'une décision définitive puisse être prise en connaissance de cause (2).

Les Experts ont ainsi établi leur plan en visant nette-

(1) Rapport des Experts, la stabilisation, page 45.

(2) W. Robson. Les causes et les remèdes de la crise financière, page 30.

ment le retour à l'étalon d'or par l'adoption d'un nouvel étalon inférieur au pair du Franc. Ils n'ont envisagé l'hypothèse d'un retour au pair d'avant guerre que pour la repousser en raison de l'effort énorme qu'elle suppose et de l'instabilité monétaire qu'elle prolonge. Il semble qu'ils ne se sont même pas arrêtés à la solution qui consisterait à rester dans l'état actuel en se bornant à prendre des mesures pour que la monnaie ne varie que dans des limites étroites; ce système ne rétablirait pas la stabilité et on pourrait redouter que des événements anormaux de l'ordre politique ou de l'ordre économique ne le compromettent périodiquement.

GRANDE-BRETAGNE

La Grande-Bretagne est au régime de l'étalon d'or depuis l'acte monétaire du 22 juin 1816. Aux termes du Coinage act 1870, le Souverain doit peser 123,27447 grains troy d'or à 11/12, ce qui équivaut à 5 gr. 32238 d'or fin. Au pair, la £ vaut ainsi fr. 25,22152 et \$ 4,8666.

En vertu du Bank act 1844, le Currency principle appliqué par la Banque d'Angleterre ne lui permet d'émettre des billets que pour un chiffre correspondant à son encaisse et à £ 19.750.000, montant des Government securities qu'elle détient, ce dernier chiffre étant fixé une fois pour toutes.

Le Bank act 1844 fut suspendu dès le 6 août 1914 mais la convertibilité des billets et la liberté des exportations d'or furent maintenues tout au moins théoriquement. Cependant, l'exportation de l'or monnayé et des lingots fut interdite par le Gouvernement, sauf autorisation spéciale, d'abord en vertu des pouvoirs exceptionnels conférés pendant la guerre, puis en vertu d'un Acte mettant l'embargo sur les métaux précieux dont une décision expresse du Parlement, prise en 1920, avait limité l'effet à la date du 31 décembre 1925. La Banque d'Angleterre ne profita d'ailleurs pas de la suspension du Bank act

1844 pour émettre des quantités importantes de billets.

Simultanément le marché de l'or en barre fut suspendu. Il ne devait reprendre qu'en septembre 1919.

L'inflation, en Grande-Bretagne, revêtit plusieurs formes.

En premier lieu, la Trésorerie fut autorisée dès le début de la guerre à émettre des billets appelés « Currency notes » qui servirent tout d'abord à faire aux Banques des avances portant intérêt à concurrence de 20 % de leurs soldes créditeurs. La circulation des « Currency notes » atteignait £ 323.200.000 à la fin de 1918 et était gagée par de l'or, de l'argent, des billets de la Banque et surtout par des obligations d'Etat créées à cet effet (1).

(1) Le maintien de ce droit d'émission ainsi accordé à la Trésorerie au début de la guerre ne va pas sans soulever des critiques dont s'est fait l'écho Mr. Walter Leaf, Président de la Westminster Bank dans le discours qu'il a prononcé le 28 janvier 1926 à l'Assemblée générale des actionnaires et où il formula notamment les appréciations suivantes :

« Alors (août 1914) par le vote de l'Acte sur les Currency notes, l'édifice de notre système bancaire se trouva bouleversé d'un trait de plume. Le contrôle de la monnaie était enlevé des mains de la Banque d'Angleterre, son monopole de l'émission des billets était aboli; le pouvoir de faire de l'inflation ou de la déflation était remis sans aucune limite aux mains de la Trésorerie, c'est-à-dire entre les mains du Chancelier de l'Echiquier. Le Chancelier peut faire ce qu'il lui plaît en ce qui concerne l'émission des billets. Le Parlement lui a abandonné tous les pouvoirs de contrôle, on n'a peut-être pas assez compris ce que pouvait signifier une telle dictature financière..... »

« Ce fut d'ailleurs l'intention délibérée du gouvernement d'alors de créer une telle dictature et, durant la guerre, il a usé largement des pouvoirs qui lui étaient conférés. Le pouvoir d'émission, — en d'autres mots, la faculté d'emprunter sans intérêts — a servi dès le début et, bien que le montant de l'émission ait été publié régulièrement, je ne crois pas que la Chambre des Communes ait demandé à exercer le moindre contrôle sur la façon dont la Trésorerie usait de ses pouvoirs, sauf par le moyen indirect de la discussion du budget annuel.

« Il est évident qu'une telle dictature financière, même si elle est exercée le plus sagement possible, ne peut se justifier que par les exigences de l'état de guerre. Il est grand temps que le Parlement reprenne en main les commandes et légifère afin de faire rentrer le contrôle de la monnaie à l'intérieur de quelque système dûment reconnu. Il est vrai que la faculté d'émission n'a été employée qu'avec sagesse... »

(Cité par Louis Pommery, Changes et monnaies, page 236.)

En second lieu, la Trésorerie se fit ouvrir par la Banque des crédits qu'elle utilisa par des tirages ou par des virements. Dans les écritures de la Banque, les sommes passaient ainsi du poste « Public deposits » au poste « Other deposits ». Par contre, les « Deficiency advances » ou escomptes de Bons du Trésor n'ont jamais pris l'importance des avances à l'Etat pratiquées en France.

La guerre mondiale a causé un déficit énorme de la balance commerciale de la Grande-Bretagne. Ce déficit était de 838 millions de Livres sterling pour la période 1908-1913, mais ce pays retirait 200 millions par an de ses placements étrangers sans parler des autres sources de revenus telles que les frets.

Le déficit accusé par les Douanes depuis la guerre a atteint 2.071 millions depuis août 1914 jusqu'en décembre 1918 et 1.042 millions depuis janvier 1919 jusqu'à décembre 1920. A ces sommes, il convient d'ajouter 500 millions environ, car les importations effectuées par le Gouvernement n'ont pas été reprises par les Douanes jusqu'au 1^{er} juillet 1917. Ces chiffres auraient été encore plus élevés si, malgré les hostilités, la Grande-Bretagne n'avait su conserver à ses exportations leur pleine activité.

En 1925, le déficit apparent ressort à 395 millions, mais la Grande-Bretagne fut quand même en mesure de placer 80 millions à l'étranger, ce qui tendrait à prouver qu'en fait, le solde de sa balance des comptes fut favorable. D'ailleurs, le Board of Trade a estimé à 385 millions le montant des exportations invisibles de 1924. Si ces données sont exactes, il n'est pas douteux que la situation commerciale de la Grande-Bretagne était alors rétablie.

De même que l'Etat français, l'Etat britannique a contracté une dette de guerre intérieure et extérieure considérable. La dette qui était de 654 millions de Livres sterling au 1^{er} août 1914 est passée à 7.598 millions au

31 mars 1925. Ces sommes se décomposent de la manière suivante (1) :

	1 ^{er} août 1914	31 mars 1925
Dette perpétuelle	618	1.036
» à moyen terme et amortiss.		2.030
» à court terme	20	2.669
» flottante	16	742
» extérieure (Etats-Unis)		1.121
Au total.....	654	7.598

Suivant les explications fournies à la Chambre des Communes le 16 février 1926, par Mr. Winston Churchill, Chancelier de l'Echiquier, les intérêts annuels de la dette s'élèvent à 305 millions ; en calculant la Livre sterling au pair, la Grande-Bretagne a dû verser en 1926 aux Etats-Unis, £ 33.062.000 ; par contre, elle comptait recevoir £ 14.000.000 aux titres des réparations et des créances sur ses alliés.

Malgré les difficultés considérables avec lesquelles il se trouvait aux prises, le Gouvernement britannique poursuivit méthodiquement une politique de retour au pair de la Livre sterling qui, au lendemain de l'armistice, s'était dépréciée dans une proportion importante ; c'est ainsi que le 4 février 1920, elle était tombée à New-York à \$ 3,20 ce qui correspondait à une perte de 34 1/4 %.

« Le retour à l'étalon d'or effectif », a déclaré, le 28 avril 1925, Mr. Winston Churchill, à la Chambre des Communes « a fait partie depuis longtemps de la politique bien arrêtée et déclarée de notre Pays ; toutes les conférences d'experts depuis la guerre, telles que celles de Bruxelles et de Gênes, et tous les Comités d'experts en Angleterre ont posé en principe le retour à l'étalon d'or.

« Aucune autorité responsable ne s'est réclamée d'une autre politique. Aucun Gouvernement britannique, aucun

(1) Rapport Chéron du 22 février 1926, page 284.

parti politique, aucun Chancelier de l'Echiquier n'a combattu ou, autant que je sache, ne combat actuellement, en matière de rapports internationaux, le principe du retour à l'étalon d'or dans le plus bref délai. On a toujours considéré comme évident qu'il nous faudrait y revenir et les seules questions débattues ont été celles, très délicates, de savoir comment et quand.

« Sous l'administration précédente, le chancelier de l'Echiquier d'alors, Mr. Snowden, nomma un Comité d'experts et de hautes autorités pour examiner la question de la fusion des émissions des billets du Trésor et de la Banque d'Angleterre. Cette enquête aboutit surtout à examiner si nous reviendrions à l'étalon d'or et de quelle manière nous y reviendrions. Ce Comité entendit un grand nombre de témoins représentant tous les intérêts financiers, commerciaux, industriels, entre autres, la Fédération des Industriels britanniques. Il a rédigé un rapport approuvé à l'unanimité et dans lequel il exprime un avis très net sur la question de l'étalon d'or et énonce ses recommandations relativement à la manière dont doit s'effectuer le retour à cet étalon. Le rapport du Comité sera publié cet après-midi. Il contient une discussion raisonnée des arguments qui ont convaincu le Gouvernement et une série de recommandations que le Gouvernement entend suivre sur tous les points. » (1).

Le rapport du Comité demandait notamment au Gouvernement de « faire une déclaration portant qu'il envisageait, à titre de mesure irrévocable un prochain retour à l'étalon d'or. »

Au cours de l'année 1925, on assista ainsi au rétablissement de la Livre sterling qui au pair vaut \$ 4,86 2/3. Voici le tableau de sa marche ascendante :

(1) Extrait du discours sur le budget prononcé à la Chambre de Communes siégeant en Comité des Voies et Moyens, le 28 avril 1925, par Mr. Winston Churchill, Chancelier de l'Echiquier. Traduction du *Bulletin de statistiques et de législations comparés*, numéro de juillet 1925, page 174.

Le 31 décembre 1924 £ 100 = ...	\$ 473,375
28 février 1925 —	476,75
31 mars — —	477,75
15 avril — —	478,625
16 avril — —	478,50
17 avril — —	478,75
21 avril — —	479,625
27 avril — —	482
28 avril — —	483,50
29 avril — —	484,375

C'est dans ces conditions que Mr. Winston Churchill annonça aux Communes le 28 avril que la loi mettant l'embargo sur les métaux précieux ne serait pas prorogée et que la Grande-Bretagne retournerait ainsi automatiquement au régime d'avant-guerre du marché libre de l'or.

« C'est maintenant le moment le plus favorable pour agir », déclare le Chancelier de l'Echiquier. « Notre change sur les Etats-Unis qui a été stable pendant quelque temps, est actuellement orienté vers la hausse. Nous n'avons pas de lourds engagements immédiats envers l'Amérique. Des deux côtés de l'Atlantique, nous sommes entrés dans une période où la stabilité politique et économique paraît plus assurée qu'elle ne l'a été depuis plusieurs années. Les finances de notre Pays seraient défavorablement affectées pendant cette période par le grave facteur de l'incertitude. C'est maintenant le moment. Nous avons donc décidé, tout en maintenant dans la loi la prohibition de l'exportation de l'or jusqu'au 31 décembre, de donner à la Banque d'Angleterre, à partir d'aujourd'hui, une licence générale l'autorisant à exporter de l'or en lingots. Nous reprenons ainsi notre situation internationale de Pays à étalon d'or à partir du moment de la déclaration que je viens de faire au Comité.

« C'est un événement très important, mais je m'empresse de faire une réserve. Le fait que nous revenons à l'étalon d'or international ne veut pas dire que nous allons adopter une monnaie d'or. C'est tout à fait inu-

tile pour le rétablissement de l'étalon d'or international et il ne saurait en être question dans les circonstances actuelles.

« Ce serait une folie excessive que notre gêne financière actuelle ne nous permet en aucune manière. En fait, je dois faire appel, dans l'intérêt public, à toutes les classes de la population pour qu'elles continuent à se servir des billets et qu'elles ne changent rien à leurs habitudes et à leurs façons de procéder de ces dix dernières années. La pratique suivie pendant cette période a mis la Banque d'Angleterre et les autres Banques à l'abri de demandes importantes de souverains et de demi-souverains ; mais au moment où nous revenons ouvertement à l'étalon d'or dans les transactions internationales et où nous allons rétablir la libre exportation de l'or, je pense qu'il est préférable de régulariser par un Acte ce qui n'a été jusqu'ici qu'une pratique. »

Ainsi qu'il l'annonçait, Mr. Winston Churchill, s'inspirant des recommandations du Comité d'experts, fit voter un Acte qui est connu sous l'appellation de « Gold Standard Act 1925 » et dont les principales dispositions sont les suivantes :

— La Banque d'Angleterre n'est plus tenue de rembourser un billet quelconque en monnaie légale, les billets ne cessant pas d'avoir cours légal de ce fait.

— Le détenteur d'un Currency note perd le droit de le faire rembourser à sa valeur nominale en monnaie d'or.

— Seule la Banque d'Angleterre peut présenter des lingots d'or à la Monnaie pour être essayés, frappés et livrés à son compte.

— Aussi longtemps que les dispositions ci-dessus demeureront en vigueur, la Banque d'Angleterre est tenue de vendre à quiconque lui en fait la demande à son siège central pendant les heures d'ouverture et lui verse le prix d'achat en une monnaie légale quelconque, des lingots d'or au prix de £ 3-17-10 1/2 par once troy d'or au titre prescrit pour les pièces d'or par le Coinage Act

1870 mais seulement, sous forme de barres contenant approximativement 400 onces troy d'or fin (1).

— Le Gouvernement est autorisé à se procurer dans un délai de deux ans, les fonds dont il aura besoin en vue des opérations de change relatives au retour à l'étalon d'or.

Au sujet de cette dernière disposition, destinée à « confirmer et régulariser les arrangements de crédits qu'il avait eus à conclure provisoirement dans l'intérêt public », Mr. Winston Churchill, au cours de son discours précité, a fourni à la Chambre des Communes les explications suivantes :

« Nous avons acquis la conviction que notre situation financière permet un retour à l'étalon d'or dans les conditions que j'ai indiquées. Nous avons accumulé une réserve d'or de £ 153.000.000 que nous emploierons sans hésitation, au besoin concurremment avec la modification du taux de l'escompte, pour défendre et soutenir notre nouvelle situation. Pour concentrer nos réserves d'or sous la forme la plus mobile, j'ai pris les dispositions nécessaires pour transférer à la Banque d'Angleterre, en échange contre des billets de la Banque, les £ 27.000.000 d'or que le Trésor détenait en couverture des Treasury notes en circulation ; l'accroissement de la réserve d'or de la Banque d'Angleterre figurera naturellement dans le bilan de celle-ci.

« De plus, quand nous eûmes décidé de prendre ces mesures, — c'est-à-dire il y a quelques mois, — la Trésorerie commença discrètement à accumuler des dollars, de sorte que nous possédons actuellement la totalité des \$ 166.000.000 dont nous avons besoin pour les versements que nous avons à faire, non seulement en juin, mais encore en décembre, du chef de notre dette américaine, ainsi que pour faire face aux autres obligations de même nature envers l'Amérique qui viendront à échéance cette année. Par conséquent — et ceci est im-

(1) 1 once troy = 31 gr. 103.

portant — la Trésorerie n'aura pas besoin d'acheter de dollars en automne, époque où s'effectuent de gros achats saisonniers de matières brutes.

« Enfin, bien que je soie convaincu que nous sommes assez forts pour mener à bien cette transformation à l'aide de nos seules réserves, à titre de précaution supplémentaire et pour être tout à fait garantis, j'ai pris des dispositions pour obtenir aux Etats-Unis, si c'est nécessaire, des crédits qui ne seront pas inférieurs à \$ 300.000.000 et qui pourront être augmentés au besoin. Nous n'emploierons ces crédits qu'en cas de nécessité et au fur et à mesure des besoins. Nous comptons d'ailleurs ne pas avoir à les utiliser. Nous ne le ferons qu'à toute extrémité.

« Ces importants crédits américains, nous nous les sommes procurés et nous les avons établis pour avertir solennellement les spéculateurs de toute espèce, de toute nuance et de tout pays, de la résistance qu'ils rencontreront et des réserves auxquelles ils se heurteront s'ils essaient de troubler la parité-or que la Grande-Bretagne vient d'instituer ».

Il y a lieu de remarquer que le système institué par Mr. Winston Churchill n'est pas le retour intégral à l'étalon d'or, la convertibilité des billets étant expressément supprimée par le Gold Standard Act 1925. La Grande-Bretagne n'est revenue pour le moment qu'à l'étalon d'or de change (gold exchange standard), ce qui est déjà un progrès considérable.

Les mesures ci-dessus relatées furent complétées par l'abolition de l'embargo sur les emprunts étrangers. Après que cette nouvelle décision eût été annoncée aux Communes le 3 novembre 1925 par Mr. Winston Churchill, l'ancienne et complète liberté s'est trouvée rétablie dans la Cité. Toutefois, au cours de sa déclaration, le Chancelier de l'Echiquier a émis le vœu que la Cité use avec sagesse de cette liberté et donne sa préférence aux émissions qui vaudront à la Grande-Bretagne des commandes de marchandises.

Il va de soi que l'ensemble de ces mesures destinées évidemment à alléger la dette envers les Etats-Unis et à rendre à Londres la suprématie financière, ne fut pas sans éveiller bien des craintes dont l'Association des Importateurs et Exportateurs de Manchester notamment se fit l'écho en en signalant au Chancelier les « conséquences désastreuses pour le Commerce, l'Industrie et le Marché du travail de ce Pays ».

Il paraît toutefois que l'opération a heureusement réussi. A la fin de 1925, la Livre sterling ne s'écartait guère du cours de 486 1/2. A l'assemblée des Actionnaires de la Midland Bank Ltd., tenue au début de 1926, Mr. Mac Kenna a pu formuler sur cette politique monétaire les appréciations suivantes (1) :

« Le retour à l'étalon d'or est l'événement financier prédominant de l'année. Sa grande importance à l'égard du système monétaire et de celui du crédit est reconnue ; et pourtant la mesure a été définitivement appliquée sans aucun trouble sensible et notre capacité à recouvrer et à maintenir un marché libre de l'or a été fermement établie. Des mesures de précaution ont été prises pour faire face à la possibilité d'une demande excessive d'or ; mais, en dépit de quelques pertes, il n'y a pas eu lieu de faire usage des facilités obtenues aux Etats-Unis. En ce qui concerne le point de vue du change, l'opération a été un succès complet et nos autorités financières peuvent être félicitées de leur réussite dans laquelle l'attitude sympathique des Banquiers Américains a constitué un facteur important ».

Cependant, la Grande-Bretagne s'est trouvée au cours de ces dernières années aux prises avec de graves difficultés. Ses importations de guerre comme celles de la France ont été utilisées, pour la plupart, en consommations improductives. Elles représentent pour les deux Pays un appauvrissement définitif et, comme pour les solder il a fallu recourir à des opérations de crédit,

(1) *Vie Financière* du 11 février 1926.

l'avenir se trouve lourdement prévu par ce passif futur considérable.

En Grande-Bretagne, la crise s'est manifestée, non par le désordre des finances publiques, mais par l'arrêt des affaires et le chômage, épreuves particulièrement sensibles à un peuple négociant. Au cours de ses déclarations à l'assemblée de la Midland Bank, Mr. Mac Kenna a cité les chiffres suivants :

Juillet 1920.....	500.000	chômeurs
Janvier 1921.....	1.000.000	—
Juin 1921.....	2.000.000	—
Juin 1924.....	1.000.000	—
Fin 1924-Courant 1925.....	1.400.000	—
Décembre 1925	1.200.000	—

Cet état de choses ne s'explique pas seulement, au dire de l'ancien Chancelier de l'Echiquier, par les raisons couramment admises telles que la vétusté de l'équipement industriel, la surabondance dans la production mondiale des marchandises que la Grande-Bretagne exporte habituellement, l'élévation des salaires, le fardeau de l'impôt et l'état incertain de l'Europe. Mr. Mac Kenna estime qu'il faut tenir compte surtout des effets de la politique de déflation poursuivie depuis 1920. La théorie du déflationisme s'appuie sur l'idée qu'une restriction de crédit et de circulation peut abaisser le niveau des prix tout en maintenant le même volume d'affaires grâce à des prix inférieurs. Cette théorie est attrayante d'autant plus qu'elle se présente avec la simplicité d'une équation. Le malheur est que, dans son application, elle ne produit pas les résultats escomptés. Il est certain que la baisse des prix et le ralentissement de la circulation ont une influence défavorable sur le volume de la production. Le déclin de la production augmente le prix de revient et tend à arrêter la baisse des prix. La restriction du crédit entraîne ainsi de lourdes pertes commerciales et un chômage consécutif, mais ce sont les accompagnements temporaires et inévitables

d'une saine réaction. Pendant cinq ans, les besoins immédiats du commerce et les exigences du change sur New-York furent en conflit direct ; « Il faut nous féliciter », a conclu Mr. Mac Kenna, « de ce qu'après cinq années d'efforts, nos tentatives aient été enfin couronnées de succès. Mais la franchise nous oblige à reconnaître que la hausse du niveau des prix américains a constitué le plus puissant facteur de notre réussite. Il est oiseux maintenant de discuter si notre objectif valait le prix que nous avons payé pour l'atteindre. Contentons-nous d'avoir atteint le but et reposons-nous avec l'espoir bien fondé que nous toucherons la récompense dans l'avenir ».

On peut redouter que la récompense ne soit plus aussi proche que pouvait l'espérer le Président de la Midland Bank. En mai 1926, a éclaté la Grève noire qui s'est prolongée pendant de longs mois et dont les répercussions financières s'annoncent particulièrement onéreuses.

En premier lieu, la Trésorerie a dû accuser un déficit de £ 61.724.000 pour le premier semestre de l'exercice en cours (1^{er} avril 1926-30 septembre 1926). Comme les conséquences de la grève se feront sentir longtemps encore, l'équilibre du budget 1927-1928 ne pourra être obtenu que moyennant une aggravation sensible des charges fiscales (1).

En second lieu, le déficit de la balance commerciale a atteint 317 millions de Livres sterling pour les neuf premiers mois de 1926. Les évaluations de Mr. Keynes ramènent ce déficit à un excédent de 38 millions, en raison des ressources invisibles. Cependant comme, pendant ce délai, la place de Londres a consenti des prêts pour un montant supérieur à 70 millions, il est possible que cette activité des émissions présente un certain danger. Aussi est-il question de rétablir l'embargo sur les émissions étrangères (1).

(1) Chiffres cités par Paul Leclercq. *La Vie Economique. Revue des Jeunes* du 25 novembre 1926, pp. 522 et 523.

En troisième lieu, si la stabilité du change sur New-York a pu être maintenue, le point de sortie de l'or fut bien près d'être atteint certains jours et les organes financiers de la Cité ne cachent pas leur anxiété.

Dans ces conditions, on peut se demander si la durée de la crise minière, en provoquant des troubles profonds dans l'économie de la Grande-Bretagne, ne risque pas de remettre en question le retour à l'étalon d'or dont le rétablissement avait eu une portée si considérable.

ALLEMAGNE :

L'étalon d'or a été rétabli en Allemagne (1) par la loi du 30 août 1924 qui est entrée en vigueur le 11 octobre suivant. L'unité monétaire est toujours le Reichsmark qui contient 0 gr.,3584 d'or fin comme celui qu'avait institué la loi du 4 juillet 1871. Cependant ces deux monnaies de caractéristiques identiques n'en constituent pas moins deux unités différentes.

La réforme monétaire fit suite à une inflation colossale produite par l'escompte à jet continu par la Reichsbank de Bons du Trésor. Cette inflation poussée jusqu'aux dernières limites en 1922 et surtout en 1923, provoqua une telle fuite devant le Mark que la dépréciation l'emportait de rapidité sur l'augmentation de la circulation. En 1923, la Reichsbank tenta d'enrayer la chute du Mark en utilisant son encaisse d'or qui tomba de près de un milliard à 467 millions. Cette intervention ne produisit aucun effet durable ; le 7 février 1923, le dollar cotait M. 36.508 ; l'emploi de l'or de la Reichsbank le ramena à M. 20.000 la semaine suivante, mais la situation périodique de la Reichsbank publiée le 23 avril ayant accusé une sortie d'or, le dollar bondit à M. 27.400 et le Mark reprit de plus belle sa course à l'abîme (2). En novembre 1923, l'impôt ne couvrit que la millième partie des dépenses de l'Empire et la vie économique

(1) Voir Pommery. *Change et Monnaies*, pp. 72 et suivantes.

(2) *Journée industrielle* du 7 juin 1926.

paraissait sur le point de s'arrêter, personne ne voulant plus accepter une monnaie dont les chiffres astronomiques ne recouvraient qu'une infime valeur en or.

Acculé, le Gouvernement d'Empire se décida à opérer le redressement de ses finances et, pour tenir pendant le délai nécessaire sans recourir à la Reichsbank, il créa le Rentenmark, monnaie gagée par une hypothèque générale sur l'ensemble de l'économie allemande.

Malgré le défaut de liquidité de cette couverture et, par suite, l'absence de valeur monétaire du Rentenmark, l'opération réussit parfaitement, surtout peut-être pour des raisons psychologiques. Le Rentenmark entra en circulation le 15 novembre 1923 et fut immédiatement accepté par le public qui était alors complètement démuné de moyens de paiement. Cette confiance n'eut pas lieu d'être ébranlée dans la suite, d'abord parce que cette monnaie nouvelle ne circula jamais qu'à l'intérieur du pays et ensuite parce que la limite de son émission ne fut pas dépassée.

La Rentenbank ouvrit au Gouvernement d'Empire un crédit de 1.200 millions de Rentenmark à condition que le Trésor public cessât absolument de présenter des Bons à la Reichsbank.

Muni ainsi des ressources nécessaires pour durer plusieurs mois, le Gouvernement d'Empire put se préoccuper de réaliser les deux réformes urgentes de la stabilisation monétaire et du rétablissement fiscal.

La réforme monétaire consista à ramener le cours du dollar à 4.200 milliards de mark-papier (1). A ce cours, 1.000 milliards de mark-papier équivalaient à 1 mark-or. C'est sur cette base que fut fait l'échange et c'est à ce prix que la Reichsbank admit le Rentenmark à ses guichets (2).

(1) En novembre, le cours de 14.000 milliards avait été atteint.

(2) Une confusion fréquente provient du fait que la somme de 1.000 milliards se lit un trillion dans la numération française et un billion dans la numération allemande.

Le redressement budgétaire fut poursuivi rigoureusement puisque, dès janvier 1924, les recettes et les dépenses d'Empire furent en équilibre et que le Gouvernement d'Empire fut rapidement en mesure de rembourser les bons du Trésor que détenait la Reichsbank.

Ce rétablissement fut durable parce que la Reichsbank prit la décision, non seulement de ne plus procéder aux émissions de billets, mais encore d'arrêter le développement des crédits à l'économie privée quoique cette dernière fût bien démunie de fonds de roulement. La très forte tension du loyer de l'argent qui en résulta produisit un appel irrésistible des disponibilités en Mark ou en devises de l'économie allemande ainsi que des capitaux étrangers. La venue de ces derniers fut facilitée par la création de la Golddiskontobank qui sert d'intermédiaire entre les emprunteurs allemands et les prêteurs étrangers.

En même temps que la loi monétaire, furent votées le 30 août 1924 des lois bancaires qui avaient été approuvées préalablement par la Commission des Réparations.

Depuis le 11 octobre 1924, la Rentenbank n'a plus le droit d'émettre de nouveaux billets ou d'entreprendre de nouvelles affaires. Elle s'est transformée en Banque agricole. Les billets libellés en Rentenmark doivent être amortis en 10 ans par la Reichsbank à qui l'obligation a été imposée de rembourser à la Rentenbank les 1.200 millions avancés au Gouvernement d'Empire.

La Reichsbank fut réorganisée conformément aux vues du Comité Dawes approuvées par la Conférence de Londres en août 1924, par voie d'amendement à la Loi sur la Banque du 14 mars 1875.

La Reichsbank a conservé son organisation générale, mais a été rendue indépendante du Gouvernement. Désormais le Conseil Général qui n'a d'ailleurs que voix consultative dans la plupart des cas mais qui approuve les nominations des membres du Directoire faites par

son Président, est composé de sept Allemands, dont le Président, et de sept étrangers, dont le Commissaire à l'Emission des Billets.

La Reichsbank jouit pour une durée de 50 ans du privilège d'émettre des billets, mais ce privilège n'est pas exclusif de celui des autres Banques d'Emission qui n'ont pas été privées de leur droit (1). Toutefois le Gouvernement aura la faculté, à partir du 1^{er} janvier 1935, de retirer sans compensation à ces dernières le privilège d'émission. Les Banques d'Emission secondaires ne peuvent d'ailleurs émettre des billets que pour un chiffre total de 194 millions de Reichsmark au maximum. Les différentes Banques d'Emission disposent d'un délai de 10 ans pour retirer les anciens billets de la circulation.

Cette circulation fiduciaire de la Reichsbank doit être couverte jusqu'à concurrence de 40 % par de l'or ou des devises étrangères, à condition toutefois que ces dernières n'entrent pas en ligne de compte pour plus de 10 % de la circulation. Pour les 60 % restant, la couverture doit consister en effets escomptés ou en chèques. Le Conseil général est en droit d'abaisser le pourcentage de 40 % dans les circonstances exceptionnelles, mais si cette situation se prolonge au delà d'une semaine, la Banque est astreinte à un impôt progressif sur les billets en excédent et elle ne peut maintenir son taux d'escompte à un chiffre inférieur à 5 %. Enfin à titre de garantie supplémentaire, la Banque est tenue de verser 20 % de ses bénéfices nets annuels à un fonds de réserve spécial aussi longtemps que ce fonds n'aura pas atteint 12 % de la circulation moyenne des six derniers mois.

La Banque ne peut consentir au Gouvernement aucun crédit ni aucune avance.

Elle est tenue d'acheter l'or en barre au prix fixe de M. 1.392 pour une livre de fin.

Ses billets sont remboursables au porteur, mais, au choix de la Banque, en pièces d'or allemandes, en lingots

(1) Ces banques sont : la Bayerische Notenbank, la Sächsische Bank, la Württembergische Notenbank et la Badische Bank.

d'or de M. 1.000 au moins et de M. 35.000 au plus à leur équivalent d'or fin, en chèques ou en devises étrangères. Cette prescription de la loi sur la Reichsbank n'entrera en vigueur que sur une décision du Directoire et du Conseil général de la Banque approuvée par le Gouvernement. Cependant la Banque contrôle le marché des changes en achetant et en vendant les devises à des cours fixes.

Cette restauration monétaire s'est complétée de mesures tendant à liquider la Dette publique dont une ordonnance du 14 février 1924 avait suspendu le service. Dix-sept mois après, fut promulguée la loi de valorisation du 7 juillet 1925 sur la conversion des fonds publics. Cette conversion s'est effectuée sur la base de 25 Mark de rente convertie pour 1.000 Mark de rente ancienne. Pour les emprunts de guerre et d'après-guerre, il fut tenu compte du degré de dépréciation du Mark au moment de leur émission ; c'est ainsi que les Bons du Trésor de 1924 furent échangés à raison de M. 25 de rente pour 50 milliards de Bons. Aucun intérêt ne sera servi aux porteurs de la rente nouvelle tant que les Réparations n'auront pas été payées. Cependant des tirages ont lieu depuis 1926 afin d'amortir la dette en 30 ans, mais seuls peuvent prendre part à ces tirages, les rentiers qui possédaient leurs titres avant le 1^{er} juillet 1920. Les titres sortis sont remboursés en M. 125 par titre de M. 25 convertis, mais la prime est réduite au-dessus de M. 12.500. Des dispositions de faveur ont été prévues pour les porteurs nécessiteux et pour les établissements de bienfaisance.

La loi du 13 juillet 1925 a prescrit la valorisation des créances hypothécaires à un taux qui peut aller de 15 à 25 %, celle des obligations industrielles au taux de 15 % et celle des dépôts aux caisses d'épargne à différents taux qui ne sont pas inférieurs à 12 1/2 %. De plus, un droit de jouissance fixé à 10 % de la valeur or de l'obligation à valoriser a été attribué aux obligataires qui

possédaient leurs titres avant le 1^{er} juillet 1920 ; ce droit de jouissance leur permet de participer aux bénéfices de la Société.

Par contre, les dépôts en Banque et les créances non hypothécaires ont été annulés.

Tel a été l'effort considérable accompli en Allemagne pour rétablir la monnaie. L'avenir dira si les résultats obtenus sont durables. Il est certain qu'ils n'ont pu être atteints qu'au prix de bien d'autres sacrifices que l'annulation totale ou partielle des engagements des débiteurs. C'est ainsi qu'en 1925, le nombre des faillites a atteint en Allemagne 10.813 contre 5.710 en 1924. Quant au présent, le rétablissement financier de l'Allemagne n'a pu être réalisé qu'avec le concours des capitaux étrangers ; le Mark est chevillé au dollar par le change fixe de M. 4,20 par dollar, mais des participations anglaises et surtout américaines contrôlent un nombre très élevé de grandes entreprises allemandes (1).

BELGIQUE

En Belgique, le cours forcé fut naturellement établi dès le 3 août 1914. En décembre 1914, les autorités allemandes d'occupation conférèrent à la Société Générale de Belgique le droit d'émission en raison du refus opposé par la Banque Nationale de Belgique dont les presses avaient été transportées en Angleterre, de reprendre l'émission des billets. Au 31 décembre 1918, la circulation des billets de la Société Générale de Belgique atteignait 1.888 millions. En 1919, on procéda au retrait de ces billets.

Les avances accordées à l'Etat Belge par la Banque Nationale de Belgique, au lendemain de la guerre, ont été utilisées en grande partie, c'est-à-dire à concurrence

(1) Le capital américain investi en Allemagne par suite d'émissions et d'opérations de crédit à long terme, a atteint \$ 340 millions en 1925 et \$ 100 millions pendant les seuls mois de janvier et de février 1926.

de 5.800 millions pour l'échange des Mark introduits en Belgique par les autorités allemandes. L'augmentation supplémentaire de la circulation depuis la guerre a principalement répondu à des besoins commerciaux.

Jusqu'au mois d'octobre 1925, on avait pu constater l'existence d'un véritable synchronisme entre les fluctuations du Franc belge et celles du Franc français. En octobre 1925, le Gouvernement belge entreprit une politique d'assainissement monétaire et le change belge se désolidarisa du change français. Dans l'exposé des motifs du projet de loi relatif à l'assainissement de la circulation fiduciaire et à la stabilisation monétaire, il était précisé que trois conditions préalables devaient être réalisées.

Les conditions ainsi prévues étaient les suivantes :

1° La solution de la question des réparations, acquise depuis la mise en vigueur du plan Dawes et la fixation de la part de la Belgique par l'accord de Paris du 14 janvier 1925 ;

2° La solution du problème des dettes interalliées, acquise depuis la signature à Washington, le 18 août 1925, de l'accord de consolidation des dettes de guerre et d'après-guerre ;

3° L'équilibre du budget pour lequel le vote de nouveaux impôts était demandé au Parlement.

D'une part, l'intention du Gouvernement était de lever le cours forcé et, dans ce but, de conclure un emprunt extérieur qui lui permettrait de rembourser une somme de 3 milliards environ à la Banque Nationale de Belgique.

D'autre part, le Gouvernement estimait prématuré de fixer par une loi, sans plus attendre, le poids d'or que représenterait le Franc belge. Il comptait « laisser à l'avenir le soin de réaliser les cours de la dévaluation qui correspondrait au rétablissement économique et financier du Pays. »

La loi relative à l'assainissement de la circulation

fiduciaire et à la stabilisation monétaire fut promulguée au *Moniteur Belge* du 27 février 1926. Elle autorise le Gouvernement à contracter à l'étranger, aux conditions qu'il déterminera, un ou plusieurs emprunts pour un montant total effectif n'excédant pas 150 millions de dollars ou leur équivalent, ces emprunts étant destinés à l'amortissement de Bons du Trésor détenus par la Banque Nationale.

Cette loi contient, en outre, les dispositions suivantes :

— Le paiement à vue des billets devra être repris par la Banque à une date à fixer par arrêté royal. Ce remboursement des billets aura lieu soit en métaux précieux, or et argent, celui-ci étant évalué sur le prix de l'or, soit en valeurs-or sur l'étranger.

— Le paiement des billets en devises, ainsi que l'achat de devises, ne pourra s'effectuer qu'à des taux ne dépassant pas les limites des points d'entrée et de sortie de l'or par rapport au cours de stabilisation.

— Le cours de stabilisation sera fixé par arrêté royal délibéré en Conseil des Ministres et pris après consultation de la Banque Nationale. Ce taux sera appliqué à l'évaluation de l'encaisse métallique de la Banque et à la comptabilisation des avoirs à l'étranger.

Par convention du 10 février 1926, intervenue entre le Ministre des Finances et le Gouverneur de la Banque Nationale, il avait été entendu que l'accroissement d'actif résultant de la réévaluation de l'encaisse serait affecté au remboursement à due concurrence des Bons du Trésor détenus par la Banque.

En vertu de la loi portant prorogation du privilège de la Banque Nationale, promulguée au *Moniteur Belge* du 27 février 1926, la Banque était tenue de posséder une encaisse en or ou en devises convertibles en or égale au tiers du montant de ses engagements à vue. Ce montant fut fixé à un maximum de huit milliards et demi; il devait s'augmenter automatiquement d'une somme correspondant au surcroît de métal ou de devises-or qui s'ajouterait ultérieurement à l'encaisse telle qu'elle serait

arrêtée à la date où la Banque reprendra le paiement à vue de ses billets. Cette limite devait pouvoir être dépassée pendant trois mois au plus d'une somme de 500 millions.

Depuis octobre 1925, le change sur Londres avait pu être maintenu à 107 par l'action de la Banque Nationale. On pensait que le cours de stabilisation serait fixé à ce chiffre lorsque brusquement, le lundi 15 mars 1926, la Livre sterling qui avait débuté à 107, atteignit dans la journée 123 au plus haut. La Banque Nationale s'était trouvée débordée par l'afflux des demandes provoquées par la nouvelle que les négociations relatives à l'emprunt extérieur se trouvaient dans une impasse.

Estimant sans doute insuffisantes les mesures hâtives d'assainissement, les Banquiers étrangers avaient formulé les exigences que l'on sait :

- 1° Réduction du montant de l'emprunt, de 150 à 100 millions de dollars ;
- 2° Réduction de 25 à 3 ans de la durée de l'emprunt ;
- 3° Consolidation de la Dette flottante ;
- 4° Réorganisation et contrôle des chemins de fer.

Sous la pression des circonstances, la Trésorerie dût se faire octroyer, par voie indirecte, des avances de la Banque Nationale et se faire ouvrir des crédits à court terme par les Banques étrangères.

Constitué à la fin de mai avec la mission de porter remède à la crise, un Gouvernement d'union des partis fit adopter dans les premiers jours de juin un ensemble de lois augmentant les ressources de l'Etat et instituant un Etablissement public pour la gestion de toute la Dette publique ; cet établissement doit recevoir pendant quatre ans une dotation extraordinaire de 1.500 millions.

De plus, le Gouvernement procéda à la conversion de la Dette flottante au moyen de la création d'une Société Nationale des Chemins de fer de Belgique à laquelle il a fait apport du droit d'exploiter le réseau des chemins de fer de l'Etat. Le capital de la Société fut fixé à 11 mil-

liards représentés par 10 milliards d'actions privilégiées de 500 francs et 1 milliard d'actions ordinaires de 100 francs.

Les actions privilégiées furent remises au fonds d'amortissement de la Dette publique. Un arrêté royal du 1^{er} août 1926 ordonna l'émission d'une première tranche portant intérêt à 6 % avec garantie de change à 175 francs par Livre sterling. La libération des actions pouvait s'effectuer en Bons du Trésor échéant le 1^{er} décembre 1926. L'arrêté portait que tous les porteurs de ces Bons qui n'auraient pas fait estampiller leurs titres avant le 14 août, seraient réputés avoir accepté l'échange. Les Bons présentés à l'estampillage n'ont atteint que 1.600 millions sur 5.800 millions. Ces Bons furent échangés contre de nouveaux Bons ne rapportant plus que 5 % et remboursables dans la mesure des disponibilités du fonds d'amortissement. En ce qui concerne les porteurs de grosses coupures, tels que les Banques, des arrangements secrets furent pris afin d'assurer le remboursement en un certain nombre de trimestrialités.

Un arrêté royal fut pris pour reviser la loi organique de la Banque Nationale. L'arrêté dispose que le montant des billets en circulation doit être représenté par des valeurs facilement réalisables mais ne fixe aucun maximum à la circulation fiduciaire. La Banque est tenue de posséder une encaisse en or ou en devises convertibles en or au moins égale à 40 % du montant de ses engagements, dont au moins 30 % d'or. Un commissaire du Gouvernement surveille toutes les opérations de la Banque.

L'emprunt extérieur put être conclu pour un montant nominal de 100 millions de dollars et un montant effectif de 90 millions portant intérêt à 7 % et remboursable en trente ans. Le produit de l'emprunt correspondant à plus de 3 milliards doit être versé à la Banque par l'Etat à titre de remboursement.

Comme la réévaluation de l'encaisse métallique de la Banque qui atteignait 380 millions de francs environ

a été faite dans le rapport de un à sept et que l'accroissement d'actif résultant de cette opération a été porté au crédit de l'Etat, la dette de l'Etat qui se montait à 6.705 millions se trouve ainsi réduite à environ 2 milliards qui seront amortis progressivement.

Les différentes conditions préalables de la stabilisation paraissant ainsi obtenues, un arrêté royal du 25 octobre 1926 institua une nouvelle monnaie, le Belga, destinée aux transactions extérieures.

Le belga représentant un poids d'or fin de 0 gr.209211 équivaut ainsi à la trente-cinquième partie du Souverain ; 35 belgas égalant £ 1, le belga vaut ainsi 72 centimes-or d'avant Guerre.

L'arrêté dispose indirectement que le belga vaut 5 francs belges. Le taux de stabilisation de ce dernier ressort ainsi à 175 francs par livre sterling.

La cote de la devise belge se fait désormais en belgas mais le franc belge conserve son pouvoir libératoire dans la circulation intérieure. Les billets de la Banque Nationale libellés en francs conservent leurs cours légal mais sont en tout temps échangeables contre des billets libellés en belgas.

« La stabilisation monétaire belge », a écrit M. de Chappedelaine dans son Rapport Général du Budget de 1927 (1) « se présente donc sous les aspects de la stabilisation traditionnelle : organisation de l'équilibre budgétaire et d'un amortissement rapide de la dette publique, consolidation de la dette flottante, réorganisation de la Banque d'Etat, création d'une masse de devises fournies par l'emprunt extérieur et enfin création d'une monnaie de compte préalable au retour complet de l'étalon d'or dans la circulation intérieure. Il est naturellement impossible de se rendre compte, dès maintenant, des conséquences de la dévalorisation du franc belge et de la création d'une nouvelle unité. Il est évident que le succès dépendra de la situation financière et

(1) Tome I, p. XXIII.

économique de la Belgique. La politique de crédit belge, la politique de la production et enfin la politique d'exploitation qui rendent la balance favorable, ont au moins autant d'importance que la stabilisation elle-même. »

La tentative d'assainissement poursuivie en Italie se rapproche par beaucoup d'endroits de celui qui a été réalisé en Belgique. Il existe cependant entre les deux politiques financières une différence très importante, l'Italie paraissant décidée à poursuivre la plus grande revalorisation possible de la Lire. En Italie, le resserrement des crédits, le contrôle sévère du marché des changes, la conclusion d'accords pour le règlement des Dettes extérieures, l'équilibre budgétaire et enfin l'entrée des capitaux américains apparaissent comme autant de mesures préliminaires à la stabilisation de la Lire au plus haut cours possible. Cependant on peut se demander si cette politique audacieuse ne risque pas d'être brutalement compromise par le déficit chronique de la balance commerciale, lequel est passé de 4.909 millions en 1924 à 7.882 millions en 1925.

Comme la Belgique, l'Etat Italien a voulu se débarrasser de l'entrave que constitue une lourde dette flottante en procédant à une consolidation forcée. Dans ce but, il a émis un emprunt à 5 % exempt de tout impôt et inconvertible avant 1936.

La consolidation est obligatoire pour les Bons du Trésor à moins d'un an (15 milliards en circulation à la date du 30 septembre 1926) et pour les Bons à 3, 5 et 7 ans (5 milliards au 30 juin 1926) en circulation à la date du 11 novembre 1926 ou venus à échéance à une date antérieure mais non encore remboursés. Ces Bons sont échangés contre des titres de la dette consolidée avec une bonification de 12 à 16 1/2 % sur la valeur nominale.

La consolidation est facultative pour les Bons à 9 ans (6.500 millions au 30 juin 1926.)

Afin d'éviter les contrecoups immédiats de sembla-

bles mesures, il a été constitué un syndicat présidé par la Banque d'Italie et destiné à faciliter les opérations de crédit. Pour assurer un marché au titre nouveau, l'obligation a été imposée aux collectivités tenues d'employer leurs disponibilités en fonds d'Etat de consacrer la moitié de ces disponibilités jusqu'au 31 décembre 1927 à l'achat de titres de la dette consolidée.

Sur ces deux expériences financières particulièrement instructives pour la France, M. A. F. Poncet a formulé, à la tribune de la Chambre, les appréciations suivantes (1) :

« A nos frontières, deux Pays voisins nous donnent en ce moment des leçons singulièrement troublantes :

« La Belgique a stabilisé d'une façon magistrale, classique, après s'être imposé, magnifiquement aussi, les sacrifices jugés indispensables.

« Mais qui oserait dire que l'exemple belge soit dès maintenant décisif ? La Belgique a tout prévu, or c'est l'imprévu qui est arrivé.

« La Belgique a stabilisé sa monnaie en toute hâte pour la désolidariser d'avec la monnaie française jugée sans doute perdue. Et voilà que le franc français s'est relevé ! Toute l'économie belge s'en trouve ébranlée. Une hausse considérable des prix, celle que nous avions toujours prédite, est en train de se produire. Le malaise social et politique s'accroît et de plus en plus nombreuses s'élèvent chez nos voisins, les voix qui reprochent au gouvernement d'avoir agi avec trop de précipitation.

« Mais l'Italie a tenté une autre expérience qui ne mérite pas moins d'attention. Elle a voulu revaloriser par ses propres moyens. Elle a dépensé une énergie admirable : mais il est clair qu'elle a voulu trop bien faire, attaquer le problème à la fois sur tous les tableaux. Elle a agi par la méthode autoritaire. Elle a voulu opérer une déflation massive par des remboursements rapides et directs de la dette flottante, par une restriction

(1) 1^{re} séance du 7 décembre 1926. *Débats. J. O.*, p. 4.123.

brutale des crédits et une contraction monétaire quasi-instantanée.

« Quel a été le résultat ? Nous le constatons aujourd'hui. Le résultat a été un arrêt de la circulation des capitaux et un ralentissement de l'activité économique, provoquant une crise de bourse terrible, conjuguée avec une crise industrielle. Cet arrêt simultané de la circulation des richesses et des capitaux s'est traduit par une crise menaçante de la Trésorerie et a obligé l'Italie à procéder à la consolidation forcée de la dette flottante.

« De tels exemples, en ce moment, si près de nous, ne doivent-ils pas tempérer les impatiences de ceux qui croient détenir la vérité ? »

III

LES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

Les monnaies qui, comme le Franc français, ne sont pas encore redevenues des monnaies d'or, se trouvent en présence, sur le marché des changes, de monnaies d'or de plus en plus nombreuses, soit que les Pays qui les émettent aient restauré l'étalon d'or intégral, soit qu'ils aient institué provisoirement l'étalon d'or de change.

Quelle que soit la teneur métallique des monnaies envisagées, le règlement des engagements internationaux nécessite la comparaison et l'échange de ces monnaies. Avant de décrire le mécanisme des opérations de change, il importe de rappeler les règles économiques suivant lesquelles s'opèrent les règlements internationaux.

Les principes de comptabilité qui régissent les affaires des particuliers s'appliquent également aux engagements extérieurs des Nations. Comme dans les affaires privées, on se trouve en présence d'un actif, d'un passif et d'un solde. Toute la difficulté, en matière de change, consiste précisément à assurer le règlement de ce passif. A cet effet, on ne peut recourir qu'à trois procédés :

compensation des engagements, transfert de l'or et opérations de crédit.

COMPENSATION

La compensation, c'est-à-dire l'application des créances à l'extinction des dettes est le seul procédé qui permette de liquider définitivement les engagements internationaux.

Ces créances et ces dettes internationales ont des éléments originaires nombreux et variés dans le commerce des marchandises et dans celui des capitaux, les assurances, les transports de toutes natures, les dépenses des voyageurs et des résidents étrangers. Il faut tenir compte également des tributs de guerre, des redevances coloniales, des subventions des métropoles. Tous les mouvements de capitaux qui en résultent, engendrent d'innombrables tirages et remises sur l'Etranger lesquels, dans un pays à économie saine, doivent normalement se compenser avec les remises et les tirages de l'Etranger.

Cette compensation est quotidienne. La balance extérieure d'un pays qui s'enrichit sera créditrice dans son ensemble. Il se peut qu'elle soit parfois débitrice, mais il est impossible qu'elle le soit indéfiniment ; arrive un moment où il faut liquider.

Les Pouvoirs Publics s'efforcent souvent d'assurer à leur pays un solde favorable grâce à des interventions législatives. De là, naissent les politiques douanières. Signalons seulement que cette action gouvernementale, pour être efficace, doit porter sur les conditions du change et non sur le change lui-même. Le change traduit la situation que procure à un pays l'état de ses engagements extérieurs. Tout ce que peuvent obtenir les Pouvoirs Publics, c'est d'empêcher qu'il n'en soit souscrit de désastreux.

Dans un pays à situation économique saine, la liquidation quotidienne se fait sans difficulté. Si le solde

est créateur, des placements s'effectuent au dehors. L'importation des valeurs ainsi acquises vient s'ajouter à celle des marchandises et la balance se trouve nivelée. Ainsi se constituent des réserves qui donnent au marché des changes toute la souplesse désirable. Le jour où la balance fait ressortir un solde débiteur, l'opération inverse se produit, les valeurs étrangères sont revendues et leur exportation s'ajoutant à celle des marchandises, couvre la différence.

TRANSFERT DE L'OR

Parfois le numéraire et le crédit ont à intervenir pour rétablir la balance. Le numéraire permet de faire face à un solde débiteur auquel, temporairement, il n'y a pas de rentrée équivalente à opposer. Le numéraire ainsi exporté doit être considéré exactement comme une marchandise. Le débiteur de l'Etranger le trouvera dans la circulation ou l'achètera à l'Institut d'Emission qui est normalement à même de le lui fournir.

Si le débiteur de l'Etranger a ainsi la possibilité de se libérer par des envois de numéraire, les cours du change ne varieront pas au-delà de certaines limites. Ces limites ne seront d'ailleurs pas les mêmes selon que le pays du débiteur et celui où doit se faire le paiement, ont ou n'ont pas le même étalon monétaire.

Si les deux pays ont l'étalon d'or, la hausse et la baisse du change ne dépasseront pas le pair augmenté ou diminué des frais de transport de l'or. Si le change dépassait le point de sortie, ce serait que l'or se serait raréfié et qu'il faudrait payer une prime pour s'en procurer ou que l'Etat mettrait des entraves à la sortie des espèces.

Si l'un des pays est au régime de l'étalon d'or et l'autre à celui de l'étalon d'argent, le change aura une cause continuelle d'instabilité dans les changements de la valeur commerciale réciproque des deux métaux. Lorsque le prix de l'argent diminue progressivement, il est im-

possible d'éviter une dépréciation des changes-argent par rapport aux changes-or. Néanmoins, en tenant compte de cette valeur commerciale réciproque, on peut, à la rigueur, assigner des limites actuelles aux variations du change.

Avec des changes-papier, cela devient illusoire. Lorsque la monnaie est inconvertible en métal, les variations du change sont désordonnées et la dépréciation ne s'arrête plus. C'est le cas des pays neufs encore tributaires de l'Etranger qui n'ont pas d'or et des pays en travail de réorganisation, comme la France, qui n'en ont plus assez. Pour rétablir la balance, le numéraire ne peut rien, le découvert étant trop grand. En exportant ce qui reste d'espèces métalliques, on aggraverait encore la crise en détraquant davantage la circulation. La mauvaise santé monétaire engendre le dérèglement des changes dont la dépréciation exprime le déséquilibre entre les besoins et les disponibilités. Pour y remédier, il faut assainir la situation monétaire par une sage politique économique tendant à stimuler la production, seul moyen de résorber, sans fraude, les signes monétaires en surabondance.

Mais, en attendant, faute de créances pour compenser les dettes et de numéraire pour niveler le solde, il n'y aura pas possibilité de boucler la balance quotidienne des engagements extérieurs. Dans ces conditions, le change ne peut aller qu'en s'aggravant tous les jours. Il n'y a plus d'autre solution que celle de reporter les échéances à des jours meilleurs. Dans ce but, il faut obtenir le concours des pays créanciers et recourir à des opérations de crédit.

OPÉRATIONS DE CRÉDIT

Tout dépend encore de la durée pour laquelle le crédit est concédé.

Même si un Pays se trouve dans une situation économique prospère, il arrive qu'il ait recours au crédit. Seu-

lement, en pareil cas, le crédit, tout comme le numéraire, n'intervient que pour couvrir une différence temporaire. Leur action, en période normale, est intermittente et alternative. Elle se produit pour une courte durée, tantôt dans un sens, tantôt dans l'autre. Il y a néanmoins entre eux une différence très importante ; le numéraire nivelle définitivement la balance en servant de marchandise d'appoint, tandis que le crédit ne fait que proroger l'échéance, c'est un procédé d'ajournement qui ne rétablit la balance que provisoirement. Dans la suite, dès qu'une opportunité favorable se présentera, il faudra liquider.

Dans les Pays à économie saine, cela ne souffre guère de difficulté. On a remédié à l'insuffisance momentanée de créances par des crédits commerciaux ou bancaires qui ajournent pendant de trois à six mois le règlement des dettes échues. Une hausse convenable du taux d'escompte de l'Institut d'Emission a attiré les capitaux étrangers flottants, tout en diminuant le nombre d'effets présentés à l'escompte. Puis la situation se retourne, les crédits ouverts sont remboursés grâce à l'excédent de créances sur l'Etranger, le taux de l'escompte est diminué et les capitaux prêtés cherchent ailleurs un emploi meilleur. Si, par hasard, la crise se prolonge, on utilise le portefeuille étranger acquis en période prospère, ces titres sont vendus et leur exportation s'ajoutant à celle des marchandises nivelle la balance.

Dans les Pays neufs ou en travail de restauration, les choses ne peuvent prendre un tour aussi favorable. On ne peut envisager que dans 3 ou 6 mois, le déficit de la balance aura fait place à un solde créditeur et que la situation se sera ainsi retournée. De plus, ces Pays ne détiennent pas de portefeuille étranger à jeter sur le marché, soit qu'ils n'aient pas eu la possibilité d'en constituer un, soit qu'ils aient dû le dégarnir sans réussir ainsi à résoudre la crise. Enfin, s'ils souffrent d'inflation fiduciaire, ce qui est généralement leur cas, leur Institut d'Emission n'est plus maître du marché de l'es-

compte. Une hausse de taux inciterait les porteurs de la dette flottante du trésor à en demander le remboursement afin de se créer des disponibilités. L'Etat se verrait ainsi dans l'alternative de suspendre ses paiements ou d'accroître l'inflation. Quant aux crédits commerciaux et bancaires qui supposent équivalence entre le montant emprunté et le montant remboursé, ils deviennent pratiquement impossibles dès que les changes sont déréglés.

Le crédit à court terme prend alors la forme de spéculations sur le change. Du moment que les créances étrangères sur un Pays sont des années durant en très fort excédent, ce Pays est obligé, faute de mieux, de les laisser entre les mains de spéculateurs désireux de conserver une certaine quantité de sa monnaie dans l'espoir d'une revente avec bénéfice. Mais ce genre de crédit présente la particularité d'être consenti, non à tel débiteur nommément désigné, mais à l'ensemble d'un peuple. Par conséquent, ne connaissant pas son débiteur et ne pouvant en évaluer la solvabilité, ce qui est le cas normal d'un créancier, ce dernier base sa confiance sur des appréciations personnelles et éminemment subjectives du relèvement du peuple son débiteur. Aussi tout fait économique, social ou politique susceptible de modifier la situation générale du Pays débiteur réagit sur la confiance du créancier. Le sort de la monnaie d'un Pays se trouve ainsi lié aux moindres actes de la vie publique et de la vie privée. Quand un change se déprécie chroniquement de palier en palier, on peut être assuré que chaque déception nouvelle produite par les événements aura découragé des spéculateurs étrangers à la hausse ; ils auront perdu patience et vendu, à perte généralement, mais il serait bien osé de croire que la différence accroît l'actif du Pays débiteur. Cet écart semble compensé, et sans doute largement, par la réduction subie par le capital national du Pays débiteur du fait de la nouvelle chute de change produite par ces réalisations. Cette chute ne s'arrêtera que lorsque de

nouveaux spéculateurs étrangers se décideront à acheter et à prendre ainsi la place de ceux qui veulent sortir de spéculation. Il est à noter que ces changements de personnes n'allègent en aucune manière le montant de la dette.

Un grand Pays peut réussir ainsi à reporter des années durant ce lourd solde débiteur, mais il peut lui en coûter très cher, car il mise uniquement sur la confiance de ses créanciers. Ces crédits spéculatifs nés de sentiments et d'espérances ne rétablissent sa balance que très provisoirement, au prix de l'instabilité permanente du change et souvent de sa dépréciation progressive. Cette situation instable est des plus dangereuses. Il est certain que de nombreux milliards de Francs français sont ainsi détenus par l'étranger. Il en résulte que la crise de change que nous subissons ne se résoudra, en toute hypothèse, qu'une fois ces milliards, pour ainsi dire, « rachetés par la France » grâce à des excédents créditeurs de sa balance. En attendant, il importe au plus haut point que les détenteurs étrangers de Francs français restent persuadés de la bonne tenue de cette monnaie afin que leurs craintes à ce sujet ne se traduisent pas par de nouvelles ventes massives entraînant une dépréciation toujours plus grande du Franc. C'est dire l'importance primordiale des répercussions de la politique financière entreprise. Les mêmes règles de conduite s'appliquent aux Etats obérés et aux Maisons de commerce en passe de difficultés. Si l'on veut tenir jusqu'à des jours meilleurs, le simple bon sens exige qu'on inspire confiance à ses créanciers ; autrement, ils exécutent impitoyablement leur débiteur dont la situation se trouve irrémédiablement compromise.

Il peut arriver également que le créancier étranger sorte de spéculation d'une manière favorable aux intérêts du peuple son débiteur. Lorsqu'au lieu de vendre la monnaie qu'il détient et d'en exiger ainsi le remboursement, le créancier étranger la dépense dans le Pays débiteur, il en améliore définitivement la balance. On

revient dans ce cas au système de la compensation des dettes internationales lequel se résoud, en fin de compte, par des échanges de marchandises ou de services.

Le crédit à long terme sous forme d'emprunts à l'Etranger, n'est jamais utilisé en période normale pour alimenter le marché en ressources de changes. Certains Pays Européens cherchent pourtant de ce côté une solution à l'instabilité actuelle de leur monnaie.

Ces ressources d'emprunt leur permettent d'intervenir sur les différents marchés. Par ce moyen, ils réussissent à supprimer les oscillations brutales des changes. Les résultats premiers peuvent être excellents, à condition toutefois qu'on ne cherche pas à stabiliser la monnaie à un cours trop élevé, ce qui reviendrait pratiquement à vendre à perte les devises étrangères dont on est muni. Il faut également que le Pays emprunteur sache utiliser le répit dont il dispose pour augmenter sa richesse grâce à une politique sage et à un accroissement de la production. Il sera ainsi en mesure de rembourser l'emprunt extérieur à l'échéance sur les bénéfices réalisés et il aura fait une excellente affaire. Mais, dans le cas contraire, l'opération se révélera ruineuse; ou bien, il faudra rembourser et cela, par un prélèvement sur le capital national; ou bien un renouvellement sera obtenu mais à des conditions draconiennes. Dans les deux cas, la crise des changes que l'on voulait éviter se produira d'autant plus brutale qu'elle aura été longtemps différée.

Telle paraît bien être la manière de voir de M. Poincaré qui, à la tribune de la Chambre, au cours de la discussion du Budget de 1927, a déclaré en propres termes :

« Il n'y a pas de réforme financière, ni surtout de réforme monétaire durable, et il n'est point de stabilisation vraie si la balance commerciale ou tout au moins la balance des comptes, ne présente pas un excédent permanent (1) ».

(1) Chambres. 2^e séance du 7 décembre 1926. *J. O. Débats*, p. 4.137.

CHAPITRE PRELIMINAIRE

LE MARCHÉ DES CHANGES JUSQU'A CES DERNIÈRES ANNÉES

LIBERTÉ DU MARCHÉ

Il est indispensable de préciser tout d'abord que le marché des changes est, depuis des années, un marché libre. C'est là une situation de fait indiscutée qui est en contradiction formelle avec les dispositions de l'article 76 du Code de Commerce. Ce texte, en effet, fait rentrer expressément les opérations de change dans le monopole conféré aux Agents de Change :

« Les Agents de Change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et autres susceptibles d'être cotés, de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets et de tous papiers commercables et d'en constater le cours.

« Les Agents de Change pourront faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage des ventes ou achats de matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le cours. »

Cette énumération des attributions des Agents de Change a cessé d'être exacte. En 1807, les intermédiaires commerciaux s'étaient déjà spécialisés et le titre V du Code de Commerce distingue entre ceux qui opèrent sur meubles incorporels et ceux qui opèrent sur meubles corporels. Les matières métalliques furent at-

tribuées aux uns et aux autres sans doute parce qu'elles semblèrent aptes à figurer dans les deux catégories. Mais, au cours du XIX^e siècle, la spécialisation s'est accentuée et les Agents de Change ont dû pratiquement abandonner une partie de leurs privilèges. C'est ainsi qu'ils ont délaissé la négociation des papiers commerciaux et des matières métalliques et même, à Paris, une partie de celle des valeurs mobilières. On ne rencontre un vestige de leur privilège en matière d'opérations de change que dans le mode de publication des cours.

Des accords successifs ont été passés entre la Compagnie des Agents de Change de Paris et l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province afin d'organiser le marché des changes. Leur conclusion met en évidence l'anomalie de cet état de choses contre lequel les Agents de Change n'ont d'ailleurs jamais élevé de protestation officielle. On pourrait même inférer des arrangements intervenus que la Compagnie aurait reconnu la désuétude de ses droits, s'il ne lui était impossible de renoncer bénévolement au monopole dont la Loi l'a investie. Cependant il ne serait peut-être pas excessif de considérer que les dispositions de l'article 76 du Code de Commerce ont été implicitement abrogées, en ce qu'elles ont de contraire au texte nouveau, par les Lois du 1^{er} août 1917, du 3 avril 1918 et du 22 mars 1924 qui ont institué toute une réglementation du commerce du change.

Sur le marché des changes, les différentes Maisons de Banque peuvent ainsi traiter librement sans autres restrictions que les Règlements qu'elles se sont imposés afin d'organiser le marché. Elles peuvent notamment opérer pour leur compte et se porter contrepartie de leurs clients, compenser jusqu'à due concurrence les ordres reçus, traiter entre elles, soit directement, soit par l'entremise de courtiers.

LE MARCHÉ AVANT LA GUERRE

La Bourse des Changes :

Avant la Guerre, les Courtiers de Change étaient au nombre d'une douzaine. Vers les 11 heures, ils faisaient le tour des Banques pour proposer des affaires et solliciter des ordres.

La Bourse des Changes se tenait tous les jours ouvra-
bles au début de l'après-midi. Jusqu'en 1892, elle ne se réunissait pas dans un local attitré. A cette date, l'Union Syndicale loua une salle du Palais de la Bourse à la Chambre Syndicale des Agents de Change pour y installer la Bourse des Changes.

A la veille de la Guerre, une vingtaine de Maisons seulement y envoyaient leurs représentants. Les autres trouvaient préférable de ne traiter que par courtiers.

Les affaires se concluaient sans aucune publicité, généralement à voix basse.

Le cours moyen de la Livre sterling était établi en Bourse. Dans ce but, cinq Maisons au moins indiquaient sur une fiche le cours qu'elles proposaient. En cas de désaccord, la majorité l'emportait. Ce cours moyen était aussitôt rendu public par l'inscription sur un tableau apposé dans la Bourse des Changes, de deux cours extrêmes dont il fallait prendre la moyenne pour le déterminer.

Pour les autres monnaies, un grand Etablissement de Crédit faisait passer une liste de cours.

La Cote officielle :

La cote des changes paraissait au Bulletin officiel de la Compagnie des Agents de Change, à la suite de la cote des valeurs. Etaient également publiés les cours des matières d'or et d'argent, les taux des Bons du Trésor et ceux de la Banque de France.

Cette insertion à la cote se faisait par les soins d'une Commission composée de quatre membres et de deux

adjoints, désignés chaque année par la Chambre Syndicale des Agents de Change. En pratique, la Commission se bornait à enregistrer et à authentifier les cours transmis par les Banquiers et les Courtiers. En province, les Compagnies ne cotaient les changes qu'accidentellement et ne le faisaient jamais pour les métaux précieux.

Pour certaines monnaies telles que le Franc Belge et la Lire, l'usage persista jusqu'à la fin de 1906, de les coter par perte et par prime; le pair étant de 100, on pouvait parler de 1/4 de prime ou de 5/16 de perte, par exemples.

Depuis 1907, pour toutes les monnaies, on cote l'incertain et l'on indique le prix en Francs Français d'un montant déterminé de monnaies étrangères. Ce montant était de :

£ 1 pour la monnaie britannique,

et de 100 unités pour toutes les autres, soit :

100 Francs Belges ou Suisses,

100 Couronnes Austro-Hongroises ou Scandinaves,

100 Piastres Espagnoles (500 Pesetas) ou Argentines,

100 Drachmes,

100 Florins Néerlandais,

100 Lires,

100 Dollars des Etats-Unis,

100 Ecus Portugais,

100 Roubles,

100 Mark Allemands.

De même qu'on avait fait choix d'un montant-type, on avait ramené les échéances à deux types et la cote donnait deux séries de cours. Elle comportait ainsi deux colonnes, l'une intitulée : « Chèque-Versement-Papier Court » (chèque sur Londres, versements sur Madrid et Saint-Pétersbourg, papier court sur les autres places) et l'autre : « Papier à 3 mois ». Le papier court était le papier à vue ou à un mois maximum. Quand le papier

avait une échéance plus lointaine, on le qualifiait de papier long. La cote des changes indiquait également les taux d'escompte à l'Etranger.

Nous reproduisons à titre documentaire la Cote officielle des Changes du 27 juillet 1914.

CHANGES	CHÈQUE-VERSEMENT	PAPIER	ESCOMPTE
	PAPIER COURT	A 3 MOIS	A L'ÉTR.
Londres. . .	25,14 à 25,17	25,10 1/2 à 25,13 1/2	3 %
Allemagne. 122	1/8 à 122 5/8	122 5/8 à 122 7/8	4 %
Belgique .. 99	7/16 à 99 9/16	99 7/16 à 99 9/16	4 %
Danemark. 137	3/4 à 138 3/4	137 3/4 à 138 3/4	5 %
Espagne .. 475	à 485	470 à 480	4 1/2%
Hollande .. 206	3/4 à 207 1/4	207 à 207 1/2	3 1/2%
Italie 98	7/8 à 98 3/8	99 1/4 à 99 1/2	5 %
New-York . 510	à 514	511 à 514	5 %
Norvège .. 137	3/4 à 138 3/4	137 3/4 à 138 3/4	4 1/2%
Portugal .. 485	à 495	480 à 490	5 1/2%
St-Pétersb. 254	à 264	259 3/4 à 261 3/4	5 1/2%
Suède 137	3/4 à 138 3/4	137 3/4 à 138 3/4	4 1/2%
Suisse 99	13/16 à 99 15/16	99 13/16 à 99 15/16	4 %
Vienne ... 102	1/2 à 104 1/2	103 13/16 à 104 1/16	4 %

Matières d'or, d'argent, etc. :

Or en barre à 1.000/1.000 le kg. 3.437 fr...	Pair à 1 0/00 prime
Argent en barre à 1.000/1.000 le kg.....	92 à 94
Quadrupes espagnols	79,50 à 81,50
Quadrupes mexicains et colombiens.....	80,50 à
Piastres mexicaines	2,38 à 2,41
Souverains anglais	25,19 1/2 à 25,21
Banknotes	25,17 à 25,19
Aigles des Etats-Unis.....	50,70 à
Guillaume (20 mark).....	24,55 à 24,60
Impériales (Russie) titre 916 millièmes...	20,55 à 20,60
d° nouveau titre 900 millièmes...	40 à
d° d° 1/2 Impér. Titre 900 millièmes	20 à
Couronnes de Suède.....	27,50 à

Bons du Trésor. De 1 mois à 1 an : 1 %.

Banque de France.

Escompte : 3 1/2 %. Intérêt des avances : 4 1/2 %.

La cote ci-dessus fut la dernière de l'Avant-Guerre. Le 28 juillet, des cours des changes furent encore publiés à la cote officielle, mais ils furent annulés par un avis inséré dans la cote du lendemain. Pendant plusieurs mois, la cote des changes cessa de paraître.

Papier court et papier long :

Par une particularité de la cote d'Avant-Guerre, les cours indiqués étaient toujours des cours à vue, qu'il s'agît de la colonne du Papier court ou de celle du Papier à 3 mois. Quand le papier négocié était effectivement à vue, on pouvait utiliser les moyennes des cours de la colonne « Chèque-Versement-Papier court », mais lorsqu'il en était autrement, il y avait un calcul d'intérêts à faire pour établir le prix véritable du papier négocié.

Afin d'avoir la valeur exacte d'un effet à échéance, il fallait déduire du cours à vue le montant des intérêts pour les jours restant à courir. Ce cours à vue, moyenne des deux cours figurant sur la cote, était choisi soit dans la colonne « Papier court », soit dans la colonne « Papier à 3 mois » suivant la date de l'échéance. Dans ce calcul d'intérêts, on comptait 30 jours au mois. Le point de départ de l'intérêt était le jour de la négociation, mais le point d'arrivée n'était pas nécessairement celui de l'échéance, en raison de l'existence des jours de grâce dans certains Pays. C'est ainsi qu'un effet sur la Grande-Bretagne stipulé payable le 10 n'est effectivement exigible que le 12 à cause des trois jours de grâce. Le point d'arrivée de l'intérêt était donc le jour auquel l'effet devait être obligatoirement payé.

Cet intérêt était bonifié par le vendeur à l'acheteur au taux officiel de la Banque d'émission du Pays où l'effet était payable. La liquidation des intérêts se faisait sur un aval. Sur l'aval, on tenait compte également du timbre étranger que l'usage avait mis à la charge du vendeur et qui devait être compris dans le cours.

On n'achetait pas indifféremment du papier court ou du papier long. Le premier servait généralement à effectuer des paiements et le second, des placements provisoires. Aussi le paiement du papier à échéance se faisait-il comptant, ce qui explique que le prix de ce papier était inférieur à celui du papier à vue et que, plus l'échéance en était lointaine, plus bas en était le prix. Si l'on achète aujourd'hui, en payant comptant, un effet à 90 jours de £ 1.000 qu'on n'encaissera qu'à l'échéance, on immobilise son capital Francs pendant cette période et la perte d'intérêts que l'on subit de ce chef doit être récupérée par un abaissement du prix.

Points d'or :

Les variations de cours ne pouvaient être considérables avant la Guerre, puisqu'il s'agissait de monnaies d'or dont la baisse et la hausse étaient limitées par les points d'entrée et de sortie de l'or (pairs diminués ou augmentés des frais de transport, assurance, monnayage et perte d'intérêts).

A Paris, à la veille de la Guerre, ces points étaient les suivants :

AVEC	ENTRÉE	SORTIE
—	—	—
Amsterdam	207,55	209,75
Berlin	122,90	124,20
Constantinople	22,55	23,10
Copenhague	138,10	140,00
Lisbonne	524,20	560,95
Londres	25,12 1/2	25,34 1/2
Madrid	490,00	506,35
New-York	514,50	521,80

Conclusion et règlement des affaires :

Certaines Banques travaillaient déjà au téléphone avec les places étrangères ; mais, étant donnée la faible amplitude des oscillations habituelles du marché, la plupart utilisaient le télégraphe pour envoyer des cours

avec engagement à leurs correspondants. Elles recevaient dans les mêmes conditions les propositions de ces derniers. Grâce à ces éléments, on avait la possibilité de rechercher la place sur laquelle l'opération que l'on projetait s'avérait plus avantageuse. Même pour des arbitrages, le télégraphe était suffisamment rapide ; on ne s'était pas encore trouvé devant la nécessité de recourir uniquement au téléphone.

On opérait généralement sur de très gros montants. C'est ainsi qu'on traitait couramment en Bourse, par paquets de £ 10.000. En vertu des usages, le règlement se faisait par chèques que le vendeur devait livrer le soir même, tandis qu'il n'en encaissait la contre-valeur que le lendemain.

LE MARCHÉ PENDANT LA GUERRE

La déclaration de guerre entraîna la fermeture de la Bourse pendant plusieurs mois. A sa réouverture, le 26 juillet 1915, les affaires se présentèrent dans des conditions entièrement nouvelles.

Disparition du papier à échéance :

Tout d'abord, l'état de guerre avait amené la disparition du crédit commercial. L'incertitude des événements rendait impossibles les transactions à terme. Ainsi prirent fin les opérations auxquelles donnait lieu le papier à échéance.

Suppression de la circulation de l'or :

En second lieu, l'or fut immobilisé, soit dans les Trésors des Etats, soit dans les Caisses des Banques d'émission. En France, le cours forcé des billets de Banque fut établi par la Loi du 5 août 1914 et des Décrets du 3 juillet 1915 et du 18 novembre 1915 prohibèrent la sortie des métaux précieux ; de plus les Pouvoirs Publics demandèrent aux particuliers détenteurs de pièces

d'or de les apporter à l'Etat ; 2.400.000 (1) furent ainsi recueillis grâce à ce désintéressement patriotique.

Intervention de l'Etat sur le marché :

Enfin l'Etat, qui avait besoin de moyens de change formidables, dut se procurer lui-même les devises étrangères nécessaires. Il le fit en contractant des emprunts à l'Etranger avec ou sans constitution de gage et en achetant aux porteurs français leurs valeurs mobilières étrangères.

Une partie des ressources obtenues fut affectée aux règlements privés. Le Trésor Public se mit à alimenter le marché des changes de Paris par l'entremise de la Banque de France. Une action concertée avait lieu en même temps sur le marché de Londres. Cette politique réussit à éviter une forte dépréciation du Franc Français. Le 13 avril 1917, le Londres fut coté de 28,89 à 29,97 ; ce furent, à notre connaissance, les plus hauts cours enregistrés pendant la Guerre. Le « chevillage du Change » se justifiait par la nécessité où se trouvait l'Etat d'assurer ses importations pour continuer la Guerre ; mais il ne fut possible qu'au prix d'un très lourd endettement extérieur. Ce système dura jusqu'à la fin de mars 1919, date à laquelle les arrangements financiers interalliés vinrent à expiration et ne furent pas renouvelés.

Surveillance et contrôle du marché :

L'Etat, obligé de s'ingérer dans les affaires de change, tenta d'assurer le meilleur emploi des ressources disponibles. Il entama ainsi toute une politique de restrictions et de surveillance ; par arrêté ministériel du 6 juillet 1917 fut instituée une Commission des Changes avec mission d'étudier les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange du Franc et de parer aux conséquences financières du déficit de la balance commerciale ; puis

(1) M. Arnauné à son cours à l'Ecole libre des Sciences politiques.

la Loi du 1^{er} août 1917 établit un répertoire des opérations de change et astreignit à une déclaration tous ceux qui se livraient à ce commerce ; enfin la Loi du 3 avril 1918 vint prohiber l'exportation des capitaux et l'importation des valeurs mobilières. Nous reprendrons ultérieurement l'examen de ces différentes mesures et de celles qui les ont remaniées (1).

Diverses circulaires des Ministres des Finances successifs vinrent également donner aux Banques les directives du Gouvernement.

C'est ainsi qu'une Circulaire du 31 juillet 1917 parle de la « nécessité pour l'industrie bancaire de subordonner toutes ses opérations de change à l'intérêt national ».

Dans la suite, le Ministère des Finances s'efforça de rétablir l'ancienne activité du marché, tout en prohibant les opérations jugées nuisibles. Ces règles furent tracées par une circulaire d'octobre 1918 où on lit notamment :

« Dans les limites fixées par les conditions spéciales que la situation de guerre impose, il est en effet désirable que les Banques s'emploient à créer et à développer, sur le marché de Paris, un mouvement d'opérations correspondant à son importance traditionnelle.

« Ces limites sont assez faciles à reconnaître pour que chacun soit assuré de ne pas les dépasser, s'il examine la nature des affaires qu'il entreprend ou qui lui sont proposées ».

La Circulaire rappelait ensuite aux Banques qu'elles devaient n'effectuer d'achats de devises étrangères que pour pourvoir aux règlements de la France à l'Etranger.

Elles devaient également éviter les opérations de spéculation afin de ne pas « entraver les efforts que l'Etat accomplit pour alimenter le marché au moyen des crédits qu'il obtient ».

Par contre, elles ne devaient pas « s'abstenir des arbitrages avec les places neutres qui auraient pour but

(1) Voir notre 3^e Partie.

de faire face à l'insuffisance des devises neutres ; la cession à l'Etranger de certaines devises neutres, si cette cession porte sur des devises momentanément moins recherchées et si elle a pour but d'obtenir d'autres devises neutres alors plus demandées, ne saurait en effet qu'avoir une répercussion favorable sur le marché des changes en tendant à égaliser les cours ».

Rôle de la Banque de France sur le marché :

La Banque de France, en intervenant sur le marché, fit une opération désintéressée car les crédits lui étaient transférés au prix où elle vendait des chèques au commerce.

Elle n'eut jamais d'ailleurs de représentant sur le marché, mais opéra par l'entremise de courtiers attirés. Les différentes Maisons remettaient en bourse à ces derniers des fiches où étaient portés leurs besoins en devises. La Banque de France leur transférait les montants demandés en leur appliquant le cours moyen du jour de la conclusion de l'affaire. Dans un but de justification, elle se faisait adresser tous les soirs des états indiquant l'utilisation qui avait été faite des monnaies ainsi délivrées.

Réformes apportées au fonctionnement de la Bourse :

En 1917, sous l'action de la Commission des Changes, la Chambre Syndicale des Agents de Change, d'accord avec l'Union Syndicale des Banquiers, prit un certain nombre de décisions destinées à assurer un meilleur fonctionnement du marché.

Tout d'abord, afin de remédier à l'envahissement de la Bourse, il fut établi que, pour y avoir accès, les courtiers devaient avoir été agréés par le syndic de la Compagnie, sur présentation de l'Union Syndicale. Cette mesure fut complétée le 25 novembre 1921 par l'institution d'une carte d'identité dont doivent désormais être munis tous ceux qui ont à entrer à la Bourse des Changes.

On se préoccupa également d'assurer la sincérité des cours insérés à la cote officielle. Dans ce but, il fut décidé que les cours pratiqués pendant la séance de la Bourse seraient désormais enregistrés par un coteur nommé par la Chambre Syndicale, et soumis à l'approbation d'un agent de change. L'article 74 du Règlement de la Compagnie remanié, prévoit la désignation annuelle d'une Commission par la Chambre syndicale. Cette Commission est chargée, sous la surveillance de la Chambre syndicale, de vérifier et d'arrêter la cote des changes et des matières d'or et d'argent. Elle est présidée par un agent de change.

Evolution de la cote officielle :

La cote des changes ne comporte plus depuis la guerre de colonne intitulée « Papier à 3 mois ». Cette rubrique qui a disparu en même temps que le papier à échéance à l'ouverture des hostilités, n'a jamais été rétablie.

La cote officielle des changes reparut le 26 juillet 1915 ; la première colonne qui y figure seule désormais, ne donnait plus que les cours des monnaies des Pays alliés ou neutres :

CHANGES	CHÈQUE-VERSEMENT	
	PAPIER	COURT
Londres	26,82 1/2	à 26,87 1/2
Belgique		à
Espagne	532	à 537
Hollande	225	à 227
Italie	89 1/2	à 91 1/2
New-York	561 1/2	à 564 1/2
Portugal	400	à 420
Petrograd	180	à 190
Scandinavie	143	à 146
Suisse	104	à 106

Banque de France:

Escompte	5 %
Intérêt des avances.....	6 %

Depuis cette date, la cote des changes reprit progressivement son ampleur. Elle fut d'ailleurs l'objet de diverses modifications : depuis le 1^{er} avril 1919, le change sur l'Espagne se cote pour 100 pesetas au lieu de 100 piastres (500 pesetas) et, depuis le 10 septembre 1919, l'indication des cours extrêmes a été remplacée par celle des cours moyens, mode de cotation qui fut aboli en 1924 (1).

Transformation du marché :

En 1919-1920, se produisit l'évolution du marché des changes. L'Etat ne pouvait pas continuer indéfiniment sa politique de Guerre de stabilisation des changes à tout prix qui le conduisait à alimenter le marché à perte. Etant donnée la mauvaise situation économique et financière du Pays, il était fatal que le retour à la concurrence causât une violente crise des Changes. Cette crise n'est pas encore terminée après huit années de Paix. Elle ne cessera pas d'ailleurs tant que les moyens d'échange du Pays appauvri seront insuffisants.

Le mauvais approvisionnement du marché qui se traduit par l'instabilité perpétuelle des cours, en a complètement modifié la physionomie. Le risque couru en restant engagé sur un cours est trop considérable pour qu'on puisse raisonnablement attendre pour se couvrir. Aussi le travail au télégraphe a-t-il été abandonné pour faire place au travail au téléphone. Ce sont les conditions nouvelles du marché des changes que nous allons étudier en examinant successivement le fonctionnement du marché au comptant et celui du marché à terme, puis le régime de surveillance et de contrôle qui a été progressivement établi.

(1) Voir page 126, la reproduction de la cote du 26 janvier 1924.

PREMIERE PARTIE

LE MARCHE AU COMPTANT

Les opérations de change se répartissent en opérations au comptant et en opérations à terme suivant qu'il a ou n'a pas été stipulé de délai pour la livraison de la monnaie vendue et le paiement du prix convenu. Dans les deux cas, les opérations de change présentent d'ailleurs les mêmes traits généraux; toutefois, les affaires à terme font l'objet de certaines règles particulières qui nécessitent un exposé spécial.

Il y a lieu, par suite, d'examiner en premier lieu le fonctionnement du marché au comptant.

Les transactions au comptant doivent être la rapidité même, en raison de l'instabilité des cours; aussi opère-t-on verbalement, le plus souvent au téléphone; cependant les engagements pris ainsi représentent des sommes trop importantes pour n'être pas au plus tôt constatés par écrit; enfin l'affaire reçoit le dénouement normal des affaires commerciales, par la livraison de la marchandise à l'acheteur et le paiement du prix au vendeur.

CHAPITRE PREMIER

CONCLUSION VERBALE DES AFFAIRES

Le Marché des changes de Paris est à la fois un marché officiel et un marché libre. Il est à remarquer que les termes *marché officiel* et *marché libre* ne sont pas pris dans la même acception suivant qu'il s'agit du marché des changes ou du marché des valeurs. Dans le premier cas, ils désignent le marché en Bourse et le marché hors Bourse et dans le second, le Parquet et la coulisse.

Tous les jours ouvrables, sauf les samedis d'été, se tient une bourse des changes où les affaires sont traitées publiquement, conformément aux usages établis. La Bourse a lieu au début de l'après-midi (ouverture à 13 heures), sauf les samedis et les veilles de fête légale où elle a lieu en fin de matinée (ouverture à 10 h. 1/2). Cependant toutes les affaires de la journée ne sont pas conclues en Bourse; on commence en effet à travailler à Paris dès 9 heures pour s'interrompre de midi à 13 heures; après Bourse, les affaires reprennent vers les 16 heures et se terminent vers 18 heures, plus tôt ou plus tard, suivant les jours. Les samedis et veilles de fête légale, sauf les jours de fin de mois, les Banques sont fermées l'après-midi.

Il y a donc lieu de distinguer entre le marché en Bourse et le marché hors Bourse (avant Bourse ou après Bourse). Les affaires se traitent d'ailleurs en Bourse et hors Bourse suivant les mêmes principes; mais la manière de travailler ne peut évidemment pas être identique lorsque les parties se trouvent en présence les unes des autres et lorsque chacune d'entre elles est au contraire dans son bureau.

SECTION PREMIÈRE

Le Marché avant Bourse

Le Marché ouvre à Paris dès 9 heures, mais, jusque vers 10 heures, on ne fait pas grand'chose parce que Londres ne travaille pas encore et qu'on reste sur la réserve à Paris tant qu'on ne connaît pas les cours de cette dernière place. Le marché de Londres exerce en effet une influence prépondérante sur celui de Paris où la plupart des transactions donne lieu à un achat ou à une vente de Livres sterling.

BANQUES ET COURTIERS

Les affaires de change se traitent entre Banques. Une Maison qui est désireuse d'acheter ou de vendre un montant de monnaies étrangères et qui ne trouve pas de contrepartie dans sa clientèle, en cherchera une sur le marché parmi les autres Banques. Les deux Maisons traiteront ensemble soit directement, soit par l'entremise d'un Courtier.

Sur la place de Paris, le grand nombre de Banques qui font du change donne au marché une ampleur considérable et rend plus faciles les négociations. Les banques de Paris ne limitent pas leur activité aux opérations sur place. Elles travaillent également avec les Banques des places étrangères et des places de province. La place étrangère avec qui Paris est en relations les plus actives est celle de Londres, les deux marchés voisins étant en communication ininterrompue et réagissant sans arrêt l'un sur l'autre. Quant aux places de province, le marché y est évidemment beaucoup plus étroit qu'à Paris. De plus, certaines d'entre elles s'adonnant presque exclusivement soit au commerce d'importation, soit à celui d'exportation, le marché des changes, par voie de conséquence, ne travaille que dans un sens et la place se trouve suivant le cas, continuellement vendeuse ou acheteuse de monnaies étrangères. D'ailleurs,

tous les marchés de province dépendent étroitement de celui de Paris et suivent l'impulsion qui leur vient de la capitale à chaque communication téléphonique.

Les Courtiers de banque sont extrêmement nombreux. Leur profession est libre et il n'existe même pas entre eux de lien syndical. Cependant une cinquantaine de courtiers ont été agréés par la Chambre syndicale des Agents de change, ce qui leur donne le droit d'entrer à la Bourse des Changes. Tous les courtiers agréés ne font d'ailleurs pas du change. Certains s'occupent uniquement du papier commercial ou même font à la fois du papier et du change.

L'entremise d'un courtier n'est en aucune manière obligatoire et les Banques sont en droit de traiter directement les unes avec les autres. Toutefois, elles ne le font que rarement en dehors de la Bourse, par suite de l'impossibilité pratique de communiquer assez rapidement entre elles.

Parmi les Maisons de courtage, figure le Service des Changes de la Chambre syndicale qui fut créé en 1923. Par respect des prescriptions de l'article 76 du Code de Commerce, ce Service ne travaille pas pour son propre compte et ne fait que se charger de négociations pour le compte d'autrui.

Sur la plupart des places de province, se sont établis un ou plusieurs courtiers. Ils font la liaison entre les Maisons de leur place, mais aussi entre leur place et Paris ou les autres places voisines françaises ou étrangères.

Inversement rien n'empêche les courtiers de Paris de travailler avec la province et l'étranger; c'est ce que font notamment certaines Maisons de courtage qui ont installé des agences sur plusieurs places.

Les Maisons de Banque de Paris ne travaillent pas en général avec les courtiers de province de la même manière qu'avec les courtiers de Paris. A ces derniers, elles demandent avant Bourse de les tenir au courant

de l'état du marché. Au contraire, il est rare qu'elles s'enquièreut auprès des courtiers de province de l'état du marché sur leur place ; elles leur annoncent comment elles traitent d'après les cours pratiqués à Paris au moment de la communication, ce qui permet aux courtiers de faire le tour de leur clientèle pour lui donner les cours de Paris et voir si elle est disposée à traiter.

A Londres, les courtiers ont une activité encore plus étendue qu'à Paris, parce qu'il n'y a pas de Bourse des Changes et qu'ainsi l'usage s'est établi de traiter uniquement par leur entremise.

Toutes les Maisons de Banque ou de courtage traitent les deux grandes monnaies internationales, la Livre sterling et le dollar. Pour les autres monnaies, on constate, parmi les Banques, une certaine spécialisation qui résulte en général de leurs champs d'activité différents. Le fait est particulièrement manifeste pour les monnaies des petits Pays Européens et des Pays Sud-Américains. Quant aux courtiers, certains d'entre eux se sont également spécialisés dans une monnaie déterminée et c'est à eux que l'on s'adresse toujours lorsqu'on désire en négocier un montant ; d'autres ne font que du terme ; d'autres enfin opèrent uniquement pour le compte de certaines Maisons très puissantes qui ont l'habitude de ne pas travailler directement ; — ce fut longtemps le cas de la Banque de France qui, jusqu'à la fin de 1926, agissait toujours par l'entremise de Banques et de courtiers à qui elle confiait des ordres (1).

La manière de travailler des Banques et des Cour-

(1) C'est seulement le lundi 18 octobre 1926, que le service des changes de la Banque de France commença à fonctionner (voir la note parue dans la presse, le 19 octobre 1926). A la question posée, le 7 décembre 1922, par M. Gaudin de Vilaine qui demandait au ministre des Finances s'il n'y avait pas lieu d'inviter la Banque à se faire représenter officiellement sur le marché des changes, le ministre avait répondu par la voie du *Journal Officiel* du 24 janvier 1923 qu'il ne semblait pas opportun d'entrer dans les vues exposées par ce Sénateur.

tiers est différente en ce sens que les Banques traitent en leur nom personnel même si elles agissent en fait pour le compte d'un donneur d'ordre, tandis que les courtiers indiquent le nom de la Maison pour le compte de laquelle ils ont opéré. En principe, ils doivent fournir ce renseignement dès la conclusion de l'affaire, mais le plus souvent on n'apprend avec qui on a traité qu'en recevant les arrêtés des Courtiers. Cette manière de faire n'engendre pas de difficultés dans la grande généralité des cas, quoiqu'elle soit susceptible de donner naissance à des abus en permettant aux courtiers de jouer sur le dos des Banques. A Londres, où l'on est plus strict qu'à Paris, non seulement les Banques exigent que les courtiers leur indiquent le nom de la contrepartie dès la conclusion de l'affaire, mais encore elles téléphonent sans délai à la contrepartie annoncée afin de s'assurer de la réalité de l'opération.

Il va de soi que les Maisons importantes n'acceptent pas n'importe quelle contrepartie. Il est des noms qu'elles écartent délibérément et il en est d'autres qu'elles n'acceptent qu'à concurrence d'un montant déterminé.

Afin d'éviter toutes difficultés, les Banques indiquent en général à leurs courtiers les Maisons avec lesquelles elles ne désirent pas travailler, soit en aucune manière, soit au-dessus d'un certain chiffre. Si, par mégarde, le courtier ne respecte pas les instructions qu'il a reçues, la Banque refuse la contrepartie et retourne l'arrêté. En pareil cas, le courtier se tire de difficultés en opérant un passage.

Le passage n'est pas autre chose que la substitution du nom d'une contrepartie agréable à celui d'une contrepartie qui ne l'est pas. Certaines Maisons acceptent de prêter leur nom moyennant commission. En agissant ainsi, elles prennent à leur compte le risque de l'opération vis-à-vis de l'autre partie qui ne connaîtra qu'elles et qui, au besoin, exigera d'elles l'exécution du contrat.

Avant Bourse, l'activité du Service des Changes d'une

Maison de Banque ne se borne pas à recevoir des ordres par courrier, par téléphone et par télégraphe et à noter ces ordres pour les exécuter soit en Bourse, soit immédiatement, conformément aux conventions intervenues. Depuis l'ouverture jusqu'à midi, le Service des Changes travaille avec les autres services et les agences de la Maison, avec les correspondants et avec les clients.

ORGANISATION MATÉRIELLE

On ne saurait imaginer ce que peut être un Bureau de Change si l'on ne se rend pas compte de l'organisation matérielle qu'il nécessite.

Téléphone

Le service des changes d'une grande Banque doit pouvoir être en rapports continuels avec les services intérieurs et les agences de quartier de la Maison, avec les gros clients, parfois avec d'autres Banques de la place et, bien entendu, avec les Courtiers. En outre, il communique le plus souvent possible avec les autres places, soit françaises, soit étrangères.

Les services intérieurs d'une Banque et les agences de quartier sont reliés au Service des Changes au moyen du réseau téléphonique intérieur de la Maison, par fil direct ou par l'intermédiaire du Central, suivant les cas. Le Service des Changes de certaines Maisons tient même les autres services au courant des cours pratiqués au moyen d'appareils de transmission grâce auxquels les cours apparaissent sur des tableaux placés dans les différents services.

Il est impossible au Service des Changes de traiter directement avec toute la clientèle qui doit s'adresser, soit aux guichets, soit aux Fondés de Pouvoirs. Cependant on fait généralement exception pour les gros clients qui, en raison de l'envergure de leurs affaires, ont besoin de suivre le marché de très près. Il intervient alors des arrangements à la suite desquels ces clients

sont admis à entrer en rapports directs avec le Service des Changes. Autant que possible, on fait alors poser un fil direct, dans le but d'éviter le temps perdu à obtenir des communications.

Des fils directs relient également les Banques avec leurs courtiers. Les courtiers ont intérêt à se faire agréer par beaucoup de Banques et à disposer ainsi du plus grand nombre possible de fils directs. Grâce à ce réseau, ils sont à même de trouver des contreparties aussi rapidement que le permet l'état du marché. Inversement les Banques, en interrogeant sans arrêt plusieurs courtiers, peuvent suivre le marché et profiter des cours favorables.

Tous ces fils directs aboutissent généralement à des tables téléphoniques à batterie centrale et à signaux lumineux qui permettent de se mettre en communication par la simple pression de boutons. Une table d'échange peut ainsi comprendre de 40 à 100 lignes actionnées par 2, 3, 4 claviers, ce qui permet à plusieurs opérateurs de travailler à la fois sur le marché, l'un, par exemple, défaisant les affaires d'arbitrage, l'autre, les affaires de clientèle et un troisième s'occupant du terme.

Le Service des Changes est muni également de lignes téléphoniques ordinaires qui le relient soit avec le Central intérieur soit avec celui de la Ville. Pour parler avec les autres places, il dispose de lignes dites interurbaines spéciales, sur lesquelles lui sont passées, par le Central « Inter », les communications avec la province et l'étranger.

Le plus souvent, ces communications doivent être prises en cabines en raison de l'impossibilité où l'on serait de travailler dans un bureau où plusieurs personnes devraient élever la voix afin de se faire entendre à de longues distances (1).

(1) Certaines maisons se servent d'appareils téléphoniques spéciaux, appelés *Huschaphones*, dans lesquels le cornet du microphone est muni d'une sorte de masque où s'engage exactement le bas de la figure de l'opérateur.

Afin d'avoir des communications, il faut, tous les matins, commencer dès 7 heures, à lancer des appels sur les Maisons avec qui on travaille sur les autres places tandis que ces dernières en font autant. On espace ses appels suivant les délais d'attente annoncés afin que les communications se répartissent sur toute la journée. La durée d'une communication interurbaine est de trois minutes, mais on a le droit de garder la communication pendant six minutes. C'est pendant ce court délai qu'on doit opérer. Il arrive souvent que plusieurs communications s'écoulent sans qu'on puisse enlever la moindre affaire, soit qu'on ne réussisse pas à combiner quelque chose, soit que la friture rende la communication impraticable. Il arrive également d'être coupé à l'instant même où l'on traitait; dans ce cas, du moment que le correspondant n'a pas répondu qu'il était d'accord, on considère que l'affaire n'est pas conclue, mais, pour plus de sûreté dans les cas douteux, on télégraphie immédiatement la formule d'usage : « Coupés avons rien fait ».

Du fait de cette organisation téléphonique, les affaires de change se trouvent grevées de frais généraux très élevés. Il y a d'abord l'amortissement des dépenses d'installation qui s'élèvent très haut. En outre, les communications interurbaines sont très dispendieuses, d'autant plus qu'avec certains pays tels que la Suisse et l'Allemagne, il faut faire des appels « urgents » qui coûtent trois fois plus cher.

Voici quelques indications des prix des communications de trois minutes entre Paris et les principales places de France et de l'Etranger, d'après les relevés établis par l'administration des Téléphones, pour le mois de décembre 1925 :

Bordeaux	7.50	Marseille	10.50
Havre	2.25	Nice	10.50
Lille	3.75	Rennes	5.25
Lyon	6 »	Metz	4.50

Amsterdam	42.50	Genève (urgent).....	63.75
Anvers	13.75	Lausanne (urgent).....	63.75
Bâle (urgent).....	63.75	Londres	37.50
Berlin (urgent).....	142.50	Zurich (urgent).....	63.75
Bruxelles.....	13.75		

Il faut tenir compte également du prix d'abonnement des lignes directes qui est supporté par les courtiers. L'administration des Téléphones ayant majoré plusieurs fois son tarif, les frais afférents aux opérations de change vont ainsi toujours croissant.

Télégraphe

Le télégraphe n'est plus utilisé pour traiter des affaires, la mobilité du marché ne permettant plus de télégraphier des cours avec engagement. Cependant le télégraphe n'arrête guère moins que le téléphone. Avant Bourse, le service des Changes reçoit un très grand nombre de télégrammes. La plupart d'entre eux expédiés la veille au soir après le courrier ou le matin même, contiennent des ordres qui sont notés pour être exécutés conformément aux accords intervenus, c'est-à-dire, le plus souvent en Bourse. De son côté, le Service des Changes lance des télégrammes chaque fois qu'un ordre à cours limité est exécuté afin d'aviser sans délai le donneur d'ordre. Le télégraphe est enfin utilisé assez souvent pour confirmer les opérations traitées par téléphone, mesure de précaution destinée à éviter des erreurs.

Dans beaucoup de maisons de Banque, il existe un service télégraphique qui leur permet d'expédier et de recevoir sur place les dépêches et de diminuer ainsi les délais de transmission.

Afin de réduire les frais et de conserver le secret de leurs opérations, les Banques font usage de codes télégraphiques privés spécialement établis pour les opérations de change.

L'usage des codes télégraphiques attira l'attention du

Gouvernement au moment de la grande poussée des changes du début de 1924. Il fut alors décidé qu'à dater du lundi 28 janvier, tous les télégrammes en langage chiffré ou convenu relatifs à des opérations d'achat ou de vente de devises étrangères seraient accompagnés de leur traduction en langage clair.

Cette mesure était d'ailleurs conforme aux dispositions du décret du 12 janvier 1894 relatif à la correspondance télégraphique privée, dont l'article 23 est ainsi conçu :

« Le bureau d'origine peut exiger la traduction en langage clair des mots écrits en langage secret et la production du vocabulaire qui a servi à libeller le télégramme. »

Il faut croire que le contrôle des correspondances télégraphiques susceptibles d'influencer le marché des changes ne donna pas de résultats appréciables car, après quelques mois d'expérience, l'administration cessa de réclamer la traduction en clair des télégrammes relatifs aux opérations de change.

Machines à calculer.

Un bon aménagement téléphonique ne saurait suffire. Les cambistes ont sans arrêt à calculer des parités. Les calculs de parités ne sont pas autre chose que des règles de trois simples ou complexes, mais il est pratiquement impossible de les faire à la main, d'abord, parce qu'on n'a pas de temps à perdre en chiffrages, ensuite parce qu'une erreur de calcul qui peut toujours se produire, risque de coûter fort cher. Pour faire leurs parités, les cambistes se servent de carnets de parités et de machines suisses appelées « Loga ».

Le carnet de parités contient une table des parités depuis celle de 0,05 jusqu'à celle de 250. Cette table se présente sous forme de deux colonnes de nombres. La première colonne comprend la suite des nombres compris entre 0,05 et 250 avec un écart de 0,05. La seconde

colonne donne la parité de chacun de ces nombres, c'est-à-dire le quotient de la division de 10.000 par chacun d'entre eux. C'est ainsi qu'en regard

des nombres	0,05	on lit	200.000.0
—	0,10	—	100.000.0
—	0,15	—	66.666.66
—	0,20	—	55.555.55
—	0,25	—	40.000.00

et ainsi de suite jusqu'au nombre 250, en face duquel on lit 40.000.00.

Le carnet de parités fournit rapidement les parités simples qui s'obtiennent toujours par la division de 10.000 par le nombre dont on cherche la parité. Pour les parités composées où il y a lieu tantôt de faire une multiplication, tantôt de faire une division mais avec un autre dividende que l'unité, le carnet de parité n'est pas suffisant et il faut utiliser la Loga.

Les Loga sont de deux modèles : les petites Loga ne servent qu'à faire des divisions tandis que les grosses Loga peuvent également multiplier. Les Loga sont formées de deux cylindres d'inégale longueur, le plus petit des deux pouvant coulisser sur l'autre qui est mobile autour de son axe. Le petit cylindre est formé de réglettes jaunes graduées entre lesquelles on peut lire les graduations de l'autre cylindre. Sur les petites Loga, le grand cylindre ne comporte qu'une seule graduation; sur les grandes, il en comprend deux en sens inverse; l'une disposée sur des bandes bleues sert à diviser, l'autre disposée sur des bandes blanches, à multiplier. Le nombre 100 est à la fois l'origine et le terme des graduations. La graduation jaune va naturellement dans le même sens que la graduation blanche des grosses Loga (multiplication) et en sens inverse de la graduation de la petite Loga et de la graduation bleue de la grosse (division).

Pour diviser, on cherche le dividende sur la graduation

jaune et on le place en regard de l'origine 100 de la graduation bleue; on cherche le diviseur sur la règle jaune et on lit en regard le quotient sur la bande bleue. Pour multiplier, on cherche le multiplicande sur la règle jaune et on le place en regard de l'origine 100 de la bande blanche; on cherche le multiplicateur sur la bande blanche et on lit en regard le produit sur la règle jaune.

COURS

Pour travailler il est indispensable de se tenir au courant des mouvements du marché. Avant Bourse, le seul moyen de le faire est d'interroger ses courtiers, ce qui explique que la plupart des affaires se traite alors sur place par leur entremise.

Tous les courtiers naturellement peuvent donner un cours de Livre sterling ou de dollar; pour les autres monnaies, on s'adresse aux courtiers qui s'en occupent spécialement.

Cours de câble et cours de courrier.

Les cours indiquent pour toutes les monnaies le prix du versement. Le versement peut se faire soit par télégraphe, soit par courrier. Nous verrons plus tard que par suite des valeurs appliquées, la distinction n'a pas grande importance pour les monnaies européennes. Elle en a au contraire beaucoup pour les monnaies d'outre-mer, le dollar-courrier ou le peso-courrier par exemples, n'étant disponibles qu'après un certain délai. Il en résulte qu'on fera, dans ce cas, une différence de cours suivant qu'il s'agit de câble ou de courrier, le chèque étant assimilé au courrier. Le courrier vaut toujours moins cher que le câble, d'abord parce qu'il n'y a pas de frais de câble, ensuite parce qu'on tient compte de la perte d'intérêt que subit l'acheteur, la contrevaleur en francs étant versée sans délai. Ce dernier élément étant variable, il en résulte qu'entre le câble et le courrier, il n'y a pas de différence fixe.

Cours contre Paris et cours contre Londres

Il n'y a qu'une manière d'exprimer un cours de Livre sterling, on indique combien une Livre sterling vaut de Francs Français. Pour les autres monnaies, on se sert à la fois de cours contre Paris et de cours contre Londres.

Les cours contre Paris énoncent combien le montant-type de monnaie étrangère vaut de Francs Français. Les cours contre Londres permettent de traiter à Paris « usance Londres » c'est-à-dire en Livres sterling, comme si l'on était à Londres. Lorsque Londres cote le certain, les cours contre Londres s'expriment en chacune des monnaies envisagées, tandis que les cours contre Paris ne le font jamais qu'en Francs Français.

Depuis 1925, l'usage s'est généralisé à Paris de se couvrir en Livres sterling pour toutes les monnaies que l'on veut traiter. La plupart des monnaies est, en effet, stabilisée à Londres où se trouve en conséquence leur principal marché. Il en résulte qu'à Paris, elles suivent la Livre sterling dans tous ses mouvements; aussi lorsqu'on veut en négocier un montant, on achète ou on vend à Paris la contrevaletur en Livres sterling de ce montant; on a ainsi assuré son cours et il ne reste plus qu'à utiliser ces Livres soit à Paris, soit à Londres, pour acheter ou vendre contre Londres la monnaie désirée. Ce procédé a pour conséquence qu'on traite à Paris des quantités de Livres sterling hors de proportion avec les opérations véritables en Livres sterling, puisqu'un très grand nombre des transactions sur le Londres sert de contrepartie à des négociations de Dollars, de Florins, de Pesetas, de Lires, de Francs Belges ou de Couronnes Scandinaves.

Cette manière de faire devient moins sûre lorsqu'une monnaie subit un coup à Londres et qu'elle oscille ainsi pendant un temps plus ou moins long à la recherche d'une nouvelle parité contre Londres.

Cours demandés et cours offerts

Lorsqu'un courtier passe des cours, que ce soit des cours contre Paris ou des cours contre Londres, il en indique généralement deux pour chaque monnaie, l'un est le cours demandé, l'autre est le cours offert.

Quand il s'agit de cours contre Paris, le cours demandé est plus faible en valeur numérique que le cours offert. Le courtier dira, par exemple, que le Londres vaut 30 à 35. Ces deux nombres expriment des centimes devant lesquels il y a lieu de sous-entendre le nombre entier N que l'on n'énonce jamais; aussi, dans des moments agités, est-il prudent de s'en enquérir et de demander au courtier « Avec combien devant? » — Ces deux cours signifient qu'il y a sur le marché des acheteurs de Livres sterling qui en demandent à Fr. N,30 et des vendeurs qui en offrent à Fr. N,35. Dans ces conditions, si l'on est soi-même vendeur de Londres, on pourra en placer sur le marché à N,30 et si l'on est acheteur, on pourra en trouver à N,35.

En période de calme, l'écart entre les deux cours tend à se resserrer; ainsi, pendant l'été 1925, alors que la Livre sterling paraissait stabilisée sur le cours de 103 environ, il n'y avait guère plus de deux centimes d'écart entre le cours demandé et le cours offert. En période agitée, on fait couramment sur le Londres, des écarts de 10 centimes et même davantage; il arrive même qu'il n'y ait plus d'écart du tout et que les courtiers ne passent plus qu'un seul cours, cours demandé s'il se produit un mouvement de hausse, cours offert, dans le cas contraire. C'est qu'en effet quand « ça monte » il n'y a plus moyen de trouver une offre, tout le monde se disant que plus on attendra, mieux on vendra. Cette abstention dure jusqu'à ce que quelqu'un se décide à « lâcher de la marchandise »; souvent, aussitôt avertis, d'autres en font autant et, pour peu que la hausse ait été artificielle, on redescend aussi vite. Inversement, si le

Londres est très offert et qu'on croie à la baisse, il devient impossible de trouver une demande sérieuse ; arrive enfin le moment où l'on touche le fond de la baisse, cours sur lequel on s'arrête momentanément, quitte à repartir plus tard.

Ainsi, pour tous les cours contre Paris, qu'il s'agisse de Belgique, de Francs suisses, du dollar, de Roumanie ou de toute autre devise, le premier cours indique à quel prix les monnaies sont demandées et le second, à quel prix elles sont offertes. Par exception, le dollar Canadien qui, d'ailleurs, a peu de marché à Paris et qui, au pair, est égal au dollar U. S. A., se traite à Paris en prime ou en perte par rapport à ce dernier ; on dira, suivant les jours, qu'il vaut tant de centimes en dessous ou en dessus du dollar U. S. A.

Les cours contre Londres sont différents. Sauf les cas exceptionnels où Londres cote l'incertain, les cours contre Londres s'expriment en monnaies étrangères. Il en résulte que le cours demandé est plus élevé en valeur numérique que le cours offert.

Si le dollar-cable contre Londres vaut $1/8$ (cours offert) à $3/16$ (cours demandé) — avec, par exemple, 486 devant sous entendu, — cela signifie qu'il y a des vendeurs de dollars disposés à en donner $486 \frac{1}{8}$ pour recevoir £ 100, mais qu'on ne peut trouver d'acheteurs de dollars acceptant d'en recevoir moins de $486 \frac{3}{16}$ pour donner £ 100.

Dans ces conditions, si l'on est acheteur de dollars, on pourra en trouver sur le marché à raison de \$ $486 \frac{1}{8}$ par £ 100 et, si l'on est vendeur, on ne pourra en placer qu'à raison de \$ $486 \frac{3}{16}$ par £ 100.

Les cours contre Londres s'expriment tantôt en fractions ordinaires, tantôt en fractions décimales. Lorsqu'une monnaie se stabilise, l'écart entre le cours offert et le cours demandé tend à diminuer et se réduit à quelques centièmes. Comme il n'est pas pratique de se servir de fractions ordinaires inférieures à $1/16$ (autrement

dit 0,0625), lorsqu'il faut serrer les cours à quelques centièmes de point, on se sert de fractions décimales, alors qu'en période agitée, on fait des écarts de $1/8$, $1/4$ ou parfois $1/2$. C'est ainsi que, dans le courant d'avril 1926, on disait, par exemple : 120,92 à 94 pour la Lire et $128 \frac{5}{8}$ à $3 \frac{3}{4}$ pour le franc belge, ce qui signifie qu'on offrait Lit. 120,92 et Fr. B. $128 \frac{5}{8}$ pour £ 1, mais qu'on en demandait 120,94 et $128 \frac{3}{4}$ par £ 1. Le franc suisse et la peseta se traitent presque toujours en décimales : on dit, par exemple, que la Suisse vaut 25,20 à 21 et l'Espagne 33,49 à 51. En 1926, on en est même arrivé à ne plus faire que deux ou trois cents d'écart par £ 100 sur le Dollar et à traiter, par exemple, 486,49 à 51.

Quelle que soit la fraction usitée, pour tous les cours contre Londres, du moment que Londres cote le certain, le premier cours indique combien il est offert de monnaie pour une Livre sterling et le second, combien il en est demandé.

Les cours contre Paris (cotant l'incertain) et les cours contre Londres (cotant le certain) présentent ainsi des caractéristiques inverses. Pour les cours contre Paris, la monnaie nationale (Franc Français) s'améliore lorsque les cours baissent et se déprécie lorsqu'ils montent ; en effet, la quantité de monnaie étrangère négociée reste constante, mais elle coûte moins cher dans un cas et plus cher dans l'autre. Pour les cours contre Londres, la monnaie nationale (Livre sterling) s'améliore quand les cours montent et se déprécie quand ils baissent ; en effet, il s'agit toujours de l'unité de monnaie nationale au moyen de laquelle on se procure plus de monnaie étrangère dans un cas et moins dans l'autre.

La différence de mode de cotation des cours à Paris et à Londres, a notamment pour conséquence que les cours de la Livre sterling à Paris et ceux du Franc Français à Londres sont immédiatement comparables

puisque, dans les deux cas, ces cours indiquent combien une Livre sterling vaut de Francs Français. Si sur les deux places, on pratique les cours de 40 à 50, le cours demandé à Paris (N,40) correspondra au cours offert à Londres (N,40) et le cours offert à Paris (N,50) au cours demandé à Londres (N,50).

Cours faits

Quand on a traité sur un cours, on dit que c'est un « cours fait ». Si l'on opère beaucoup sur les cours demandés contre Paris, ce serait plutôt un indice de baisse des monnaies étrangères car il est vraisemblable qu'avant peu les demandeurs ne prendront plus qu'à un prix inférieur. Si l'on opère beaucoup sur les cours offerts contre Paris, ce serait au contraire un indice de hausse, ceux qui offrent ne devant guère tarder à élever leur prix.

Cours nominaux

On qualifie de « nominaux » les cours donnés à titre d'indication lorsque l'état du marché ne permet pas de trouver des demandes ou des offres précises. Il en est ainsi notamment les jours où le marché est creux, soit que l'on reste indéfiniment sur les mêmes cours parce qu'on ne fait rien, soit que l'on monte ou que l'on baisse dans le vide, faute de trouver contrepartie pour quelques milliers de livres sterlings.

Cours à Londres et sur les autres places

Sur le marché de Londres, les cours sont semblables à ceux qui sont pratiqués à Paris, usance Londres. On dira, par exemple, que le Paris vaut 40 à 50, le dollar 1/8 à 3/16, l'Italie 00 à 03, l'Espagne 40 1/2 à 41 1/2 et ainsi de suite.

Comme à Paris, le cours du dollar U. S. A. est différent suivant qu'il s'agit du chèque ou du transfert télé-

graphique. Le 15 mai 1926, par exemple, le chèque cotait 486 13/16 et le cable 486 9/16.

On ne trouve de marché important qu'à Londres pour un certain nombre de monnaies telles que le Dollar Canadien, l'Ecu Portugais, la Drachme Grecque, la Livre Egyptienne, la Roupie Indienne, le Yen Japonais et toutes les monnaies extrême-orientales, sauf la Piastre Indo-Chinoise, ou sud-américaines avec cette restriction que la Piastre Argentine et le Milreis Brésilien ont un certain marché à Paris.

Par une particularité qui mérite d'être signalée, Londres donne l'incertain pour toutes ces monnaies sauf le Dollar Canadien, la Drachme Grecque et la Livre Egyptienne. On disait, par exemple, le 1^{er} mai 1926, que

La Roupie valait.....	1/5 d 7/8
Le Yen valait.....	1/11 d 3/8
L'Ecu valait	2 d 17/32 (ou par abréviation 2,53)
Le Peso (1) valait.....	45 d 125
Le Milreis (2) valait....	7 d 3/2 (ou par abréviation 7,09)

Par contre, on cotait :

La Drachme.....	392,50 (£ 1 = Dr. 392.50)
La Livre Egyptienne	97,53 (£ 100 = £ Eg. 97,53)
et le Dollar Canadien..	486,15 (£ 100 = \$ Can. 486,15)

A Bruxelles et à Anvers, les cours se cotent à l'incertain comme à Paris, mais à côté des cours contre monnaie nationale, on pratique couramment des cours contre Londres ou contre Paris. Il en est de même en Suisse et en Italie. Dans ces trois pays, on traite ainsi très facilement des Livres sterling usance Paris. Il est à signaler qu'il existe à Anvers un important marché de lei alimenté par le courant d'affaires qui relie ce port à la Roumanie.

(1) Il est à noter que le cours de Peso est un cours de Peso-oro et que pour obtenir un cours de p m/n, il faut en prendre les 44/100.

(2) On compte en général par conto de reis (1.000 \$ 000), autrement dit, mille milreis.

PARITÉS (1)

Les marchés de change de l'Europe Occidentale étant en communication continuelle, les cambistes installés sur une place, travaillent à la fois, sur les cours qui sont pratiqués sur place et sur ceux qui leur viennent des autres places.

Comparaison des cours

Les correspondants à l'étranger avec qui on téléphone, annoncent des cours soit contre Paris, soit contre Londres, soit contre leur monnaie nationale ; en cas de communications simultanées, on reçoit à la fois des cours venant de différentes places étrangères. Pour utiliser toutes ces indications, il faut comparer ces différents cours entre eux et avec les cours contre Paris et les cours contre Londres pratiqués en même temps sur le marché de Paris.

Les cours sont immédiatement comparables dans trois cas :

lorsqu'il s'agit des monnaies nationales de deux places cotant l'une le certain et l'autre l'incertain (exemple : le Franc Français à Londres et la Livre sterling à Paris).

(1) Il importe de préciser que le terme « parité » peut être pris dans des sens différents.

Dans une première acception, on oppose la parité d'une monnaie au pair de cette monnaie. Lorsque deux monnaies ne sont pas au pair l'une de l'autre, elles devraient, théoriquement, être à la parité, c'est-à-dire que l'appréciation de l'une sur un marché devrait correspondre exactement à la dépréciation de l'autre sur l'autre marché. En fait, cette concordance n'est pas automatique et la prime d'une des monnaies n'est pas toujours équivalente à la perte de l'autre. Il se produit ainsi des disparités qui permettent le jeu des arbitrages.

Dans le langage cambiste, on oppose la parité au cours. La parité d'un cours n'est autre que ce cours transformé par un calcul et exprimé en une autre monnaie. Deux cours qui s'expriment en deux monnaies différentes ne sont pas comparables, mais il est possible de mettre en regard l'un de ces cours et la parité de l'autre, ce cours et cette parité s'exprimant tous les deux en la même monnaie.

lorsqu'il s'agit d'une monnaie étrangère aux deux places mais traitée sur l'une usance de l'autre ou traitée sur les deux usance d'une troisième (exemples : La Livre sterling à Paris et la Livre sterling contre Paris à Genève, le dollar contre Londres à Paris et à Bruxelles).

Dans les autres cas, on ne peut comparer les cours qu'après avoir ramené, par un calcul de parité, le cours d'une place à l'usance de l'autre place et mis ainsi en présence deux cours s'exprimant dans la même monnaie. Il en sera ainsi :

— soit des monnaies nationales de deux places cotant toutes deux l'incertain (1) (exemple : le Franc Belge à Paris et le Franc Français à Bruxelles),

— soit d'une monnaie étrangère aux deux places et traitée contre monnaie nationale sur chacune d'elles (exemple : la Livre sterling à Paris et à Bruxelles),

— soit encore d'une monnaie étrangère à une place et traitée sur cette place à la fois contre monnaie nationale et usance d'une autre place (exemple : à Paris, l'Italie contre Francs et l'Italie contre Londres).

Calculs de parités

Les différents calculs de parités se font par le moyen de règles de trois :

— simples, s'il s'agit de réduire le cours sur la place B de la monnaie nationale de la place A, en cours sur la place A de la monnaie nationale de la place B ; par exemple, si l'on veut passer d'un cours de Francs Français à Bruxelles à un cours de Francs Belges à Paris et réciproquement ;

— composées, s'il s'agit de réduire le cours sur la place A d'une monnaie étrangère aux places A et B en cours sur la place B de cette même monnaie ; par exemple, si l'on veut passer d'un cours de Livre ster-

(1) Il en serait de même si les deux places cotaient le certain, mais ce cas est purement théorique puisqu'il n'y a que Londres à conserver ce mode de cotation.

ling à Bruxelles à un cours de Livre sterling à Paris ou d'un cours de Francs Belges à Paris à un cours de Francs Belges à Londres ;

— ou s'il s'agit de réduire le cours usance C sur la place A d'une monnaie étrangère aux places A et C, en un cours de cette même monnaie contre monnaie nationale de la place A ; par exemple, si l'on veut passer d'un cours d'Italie usance Londres à Paris à un cours d'Italie contre Paris ; — le cas serait analogue si l'on voulait passer d'un cours d'Italie contre Paris à un cours d'Italie contre Londres.

Nous reprendrons ces différents cas, en examinant en outre comment on peut passer d'un cours d'Escudo à Londres et d'un cours de peso m/n à Londres à un cours de ces mêmes monnaies à Paris, — ces deux cas présentant un intérêt particulier, les deux monnaies dont il s'agit étant de celles qui sont cotées à l'incertain sur la place de Londres.

Exemple de parités simples.

Supposons, en premier lieu, que le Paris à Bruxelles vaille 92,60 (demandé) à 70 (offert).

Pour trouver la parité du cours de Paris de 92,60 demandé, qui signifie qu'à Bruxelles on demande Fr.Fr. 100 au prix de Fr.B. 92,60, il suffit de calculer ce que valent Fr.B. 100 (puisque à Paris on cote les 100 Francs Belges) sachant que Fr.B. 92,60 égalent Fr.Fr. 100 ; on obtient ainsi :

$$\text{Fr.B. 100} = \frac{100 \times 100}{92,60} = \text{Fr.Fr. 108,00.}$$

La parité du cours de Paris de 92,60 demandé est donc de 108 offert (La parité d'un cours demandé d'une des deux monnaies nationales est évidemment un cours offert de l'autre puisqu'en demandant l'une, on offre l'autre et réciproquement).

Pratiquement on n'a pas de calcul à faire pour obtenir une parité simple. On aurait trouvé instantanément

dans son carnet de parités la parité ci-dessus, en se reportant au nombre 92,60 en face duquel on lit 107.9913.

La parité du cours de 92,70 offert est de 107,87 1/2 demandé puisque :

$$\text{Fr.B. } 100 = \frac{100 \times 100}{92,70} = \text{Fr.Fr. } 107,875.$$

Par conséquent, dès que le correspondant de Bruxelles aurait annoncé qu'il traite le Paris 92,60 à 70, la simple lecture du carnet de parités aurait permis de connaître la parité de ces cours, soit 107,87 1/2 à 108,00, indications qu'il aurait été possible de comparer avec les cours de Belgique alors pratiqués à Paris.

Il est évident qu'on peut tout aussi bien prendre la parité des cours de Francs Belges pratiqués à Paris afin de les rendre comparables aux cours de Francs Français pratiqués à Bruxelles. Si, par exemple, la Belgique vaut à Paris 107,85 (demandée) à 95 (offerte), on lit en face de ces nombres dans son carnet de parités, respectivement 92,72 et 92,63. Le cours de 107,85 à 95 à Paris équivaut donc à un cours de 92,63 à 72 à Bruxelles et peut ainsi être comparé aux cours du Paris à Bruxelles.

Exemples de parités composées

Supposons, en second lieu, que le Londres à Bruxelles vaille 143,30 (cours demandé) à 40 (cours offert) et la Belgique à Paris 102,40 (cours demandé) à 50 (cours offert).

Pour trouver la parité à Paris du cours de 143,30 demandé, on se dit que si l'on donnait £ 1 à ce prix, on recevrait en paiement Fr.B. 143,30 qu'on pourrait vendre à Paris sur la base de Fr.Fr. 102,40 les Fr.B. 100 ; par conséquent on aurait ainsi placé £ 1 au prix de

$$\text{Fr.Fr. } \frac{102,40}{100} \times \text{Fr.B. } 143,30 \text{ soit Fr.Fr. } 146,739.$$

La règle conjointe qui théoriquement sert à résoudre ces problèmes, se serait posée de la manière suivante :

$$x \text{ Fr.Fr.} = \text{£ } 1.$$

$$\text{£ } 1 = \text{Fr.B. } 143,30$$

$$\text{Fr.B. } 100 = \text{Fr.Fr. } 102,40$$

$$\text{d'où l'on tire } x = \frac{1 \times 143,30 \times 102,40}{1 \times 100} = \text{Fr.Fr. } 146,739$$

si bien que la parité du cours de Londres à Bruxelles de 143,30 demandé est de 146,74 demandé à Paris, avec la Belgique à 102,40.

Pratiquement, on aurait trouvé instantanément la parité sur sa Loga ; en plaçant le nombre 102,40 de la graduation jaune (petit cylindre) sur le nombre 100, origine de la graduation blanche (grand cylindre), et en se reportant au nombre 143,30 de la graduation blanche, on aurait lu 146,74 sur la graduation jaune.

Il est bien évident qu'au lieu de tabler sur un cours de Belgique à Paris, on aurait pu tout aussi bien prendre un cours de Paris à Bruxelles.

Supposons que le Paris à Bruxelles vaille 97,50 (cours demandé) à 60 (cours offert) dont la parité est de 102,46 à 102,56.

On aurait avantage, pour se couvrir, à utiliser les Fr.B. 143,30 reçus en paiement de £ 1, en achetant du Paris à Bruxelles à 97,60 plutôt qu'en vendant de la Belgique à Paris à 102,40, puisque acheter du Paris à 97,60 équivaut à vendre de la Belgique à 102,46. On au-

$$\text{rait ainsi placé £ } 1 \text{ au prix de Fr.Fr. } \frac{100}{97,60} \times \text{Fr.B. } 143,30$$

$$\text{ou Fr.Fr. } \frac{102,46}{100} \times \text{Fr.B. } 143,30 \text{ soit Fr.Fr. } 146,825.$$

La règle conjointe se serait posée d'une des deux manières suivantes :

x Fr.Fr. = £ 1 x Fr.Fr. = £ 1
 £ 1 = Fr.B. 143,30 £ 1 = Fr.B. 143,30
 Fr.B. 97,60 = Fr.Fr. 100 Fr.B. 100 = Fr.Fr. 102,46
 d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times 143,30 \times 100}{1 \times 143,30 \times 102,46} = 146,825$$

si bien que la parité du cours de Londres à Bruxelles de 143,30 demandé ressort à 146,82 1/2 demandé à Paris, avec le Paris à 97,60, — combinaison plus avantageuse que la précédente qui ne permettait de placer du Londres qu'à 146,74.

Pour trouver la parité à Paris du cours de 143,40 offert, on se dit que si l'on prenait £ 1 à ce prix, on aurait à payer Fr.B. 143,40 que l'on pourrait se procurer à Paris à raison de Fr.Fr. 102,50 les Fr.B. 100, que, par conséquent, on aurait ainsi trouvé £ 1 au prix

102,50
 de Fr.Fr. $\frac{100}{143,40} \times$ Fr.B. 143,40 soit Fr.Fr. 146,985.

La règle conjointe aurait été posée comme suit :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.Fr.} &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.B. } 143,40 \\ \text{Fr.B. } 100 &= \text{Fr.Fr. } 102,50 \\ 1 \times 143,40 \times 102,50 & \end{aligned}$$

d'où l'on tire : $x = \frac{100}{143,40 \times 102,50} = \text{Fr.Fr. } 146,985$

si bien que la parité du cours de Londres à Bruxelles de 143,40 offert est de 146,98 1/2 offert à Paris, avec la Belgique à 102,50.

En plaçant le nombre 102,50 de la graduation jaune de la Loga (petit cylindre) sur le nombre 100, origine de la graduation blanche (grand cylindre), et en se reportant au nombre 143,40 de la graduation blanche, on lit 146,985 sur la graduation jaune.

Cette fois, il serait préjudiciable de faire la couverture en Francs Français à Bruxelles. En effet, en ven-

dant du Paris à Bruxelles à 97,50 pour se procurer des Francs Belges au lieu d'acheter ces Francs Belges à Paris à 102,50, on les paierait plus cher, soit 102,56. On aurait ainsi trouvé £ 1 au prix de

$$\begin{array}{rcl} & 100 & 102,56 \\ \text{Fr.Fr.} & \text{---} \times \text{Fr.B. 143,40 ou Fr.Fr.} & \text{---} \times 143,40 \\ & 97,50 & 100 \end{array}$$

soit Fr.Fr. 147,07.

La règle conjointe aurait été posée comme suit :

$$\begin{array}{ll} x \text{ Fr.Fr.} = £ 1 & x \text{ Fr.Fr.} = £ 1 \\ £ 1 = \text{Fr.B. 143,40} & £ 1 = \text{Fr.B. 143,40} \\ \text{Fr.B. 97,50} = \text{Fr.Fr. 100} & \text{Fr.B. 100} = \text{Fr.Fr. 102,56} \end{array}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times 143,40 \times 100}{1 \times 97,50} = \frac{1 \times 143,40 \times 102,56}{1 \times 100} = 147,07$$

si bien que la parité du cours de Londres à Bruxelles de 143,40 offert ressort à 147,07 offert à Paris avec le Paris à 97,50, combinaison moins avantageuse que la précédente qui permettait de trouver du Londres à 146,98 1/2.

Supposons maintenant qu'à Paris la Belgique vaille 102,05 (cours demandé) à 15 (cours offert) et le Londres, 147,40 (cours demandé) à 50 (cours offert) et qu'à Londres, le Paris vaille 147,35 (cours offert) à 45 (cours demandé).

Pour trouver la parité à Londres du cours de 102,05 demandé, on se dit que si l'on donnait Fr.B. 100 à ce prix, on recevrait en paiement Fr.Fr. 102,05, avec lesquels on pourrait se procurer du Londres en les vendant à Londres à raison de 147,45 par £ (combinaison plus avantageuse que d'acheter à Paris, du Londres à 147,50). Par conséquent, on aurait ainsi placé les Francs Belges

$$\begin{array}{rcl} & 100 & \\ \text{au prix de Fr.B.} & \text{---} \times \text{Fr.Fr. 147,45, soit Fr.B.} & \\ & 102,05 & \end{array}$$

144,4879 par £ I.

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.B.} &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.Fr. } 147,45 \\ \text{Fr.Fr. } 102,05 &= \text{Fr.B. } 100 \end{aligned}$$

$$1 \times 147,45 \times 100$$

$$\text{d'où l'on tire : } x = \frac{1 \times 147,45 \times 100}{1 \times 102,05} = \text{Fr.B. } 144,4879$$

si bien que la parité à Londres du cours de Belgique à Paris de 102,05 demandé est de 144,49 demandé avec le Paris à 147,45.

Pratiquement on aurait trouvé instantanément la parité sur la Loga ; en plaçant le nombre 147,45 de la graduation jaune (petit cylindre) sur l'origine 100 de la graduation bleue (grand cylindre) et en se reportant au nombre 102,05 de la graduation jaune, on aurait lu 144,49 sur la graduation bleue.

Pour trouver la parité à Londres du cours de 102,15 offert, on se dit que si l'on prenait Fr.B. 100 à ce prix, on aurait à payer Fr.Fr. 102,15 que l'on se procurerait à Paris en donnant du Londres à 147,40 (combinaison plus avantageuse que d'acheter du Paris à Londres à 147,35). Par conséquent, on aurait ainsi trouvé les Francs Belges

$$\text{au prix de Fr.B. } \frac{100}{102,15} \times \text{Fr.Fr. } 147,40 \text{ soit Fr.B. } 144,297 \text{ par } £ 1.$$

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.B.} &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.Fr. } 147,40 \\ \text{Fr.Fr. } 102,15 &= \text{Fr.B. } 100 \end{aligned}$$

$$1 \times 147,40 \times 100$$

$$\text{d'où l'on tire : } x = \frac{1 \times 147,40 \times 100}{1 \times 102,15} = \text{Fr.B. } 144,297$$

si bien que la parité à Londres du cours de Belgique à

Paris de 102,15 offert, est de 144,30 offert, avec le Londres à 147,40.

En plaçant le nombre 147,40 de la graduation jaune de la Loga (petit cylindre) sur l'origine 100 de la graduation bleue (grand cylindre) et en se reportant au nombre 102,15 de la graduation jaune, on lit 144,30 sur la graduation bleue.

Supposons, en troisième lieu, que l'on cherche un cours demandé de Lires contre Paris et que, sur place, l'Italie contre Londres vaille 121,00 (cours offert) à 05 (cours demandé) et le Londres 147,35 (cours demandé) à 45 (cours offert).

On se dit que, s'il y a des demandes de Lires contre Londres à 121,05 et que si l'on donnait ce montant, on recevrait en paiement £ 1 qu'on pourrait placer au prix de Fr. Fr. 147,35 ; dans ces conditions, on aurait vendu Lit. 121,05 moyennant Fr.Fr. 147,35 ou Lit. 100 moyen-

$$\begin{array}{r} 147,35 \times 100 \\ \text{nant Fr.Fr. } \frac{\quad}{121,05} \text{ soit } 121,7264. \end{array}$$

On peut donc dire que la parité du cours d'Italie contre Londres de 121,05 demandé est de 121,72 demandé, avec le Londres à 147,35.

La règle conjointe se poserait comme suit :

$$\begin{array}{l} x \text{ Fr.Fr.} = \text{Lit. } 100 \\ \text{Lit. } 121,05 = \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 = \text{Fr.Fr. } 147,35 \end{array}$$

$$\begin{array}{l} 100 \times 1 \times 147,35 \\ \text{d'où l'on tire : } x = \frac{\quad}{121,05 \times 1} = 121,7264. \end{array}$$

On aurait trouvé la parité sur la Loga en plaçant le nombre 147,35 de la graduation jaune (petit cylindre) sur le nombre 100, origine de la graduation bleue (grand cylindre), et en se reportant au nombre 121,05 de la graduation jaune, en face duquel on aurait lu sur la graduation bleue le nombre 121,72.

Si l'on a besoin d'un cours offert de Lires contre Paris, on fait un raisonnement analogue; s'il y a des offres de Lires contre Londres à 121,00 et si l'on prenait ce montant, il faudrait pour le payer se procurer £ 1 qui coûteraient Fr.Fr. 147,45; dans ces conditions, on aurait acheté Lit. 121 moyennant Fr.Fr. 147,45 ou Lit 100

$$\text{moyennant Fr.Fr. } \frac{147,45 \times 100}{121}, \text{ soit } 121,859.$$

La parité du cours d'Italie contre Londres de 121,00 offert est donc de 121,86 offert, avec le Londres à 147,45.

La règle conjointe se poserait toujours de la même manière :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.Fr.} &= \text{Lit. } 100 \\ \text{Lit } 121 &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.Fr. } 147,45 \end{aligned}$$

$$\text{d'où l'on tire : } x = \frac{100 \times 1 \times 147,45}{121 \times 1} = 121,86.$$

Sur la « Loga » on aurait placé cette fois le nombre 147,45 de la graduation jaune (petit cylindre) sur le nombre 100, origine de la graduation bleue (grand cylindre), et en se reportant au nombre 121 de la graduation jaune, on aurait eu 121,86 sur la graduation bleue.

Il est évident qu'il n'y a pas de différence entre le passage d'un cours usance Londres à Paris à un cours contre Francs et celui d'un cours à Londres à un cours contre Francs. Dans l'exemple ci-dessus, on aurait déterminé de la même manière les parités des cours d'Italie de 121 à 121,05 s'il s'était agi de cours à Londres; il convient de remarquer toutefois que, dans cette hypothèse, on aurait eu le choix entre deux places pour faire la couverture et que, suivant l'état du marché, on aurait eu intérêt à faire du Londres à Paris ou du Paris à Londres.

Supposons en quatrième lieu que l'escudo vaille

2 d 13/32 (demandé) à 7/16 (offert) et le Londres à Paris 147,70 (demandé) à 80 (offert).

Lorsque Londres cote l'incertain, le calcul de parités se complique du fait qu'il faut transformer les shillings et les pence en fractions décimales de Livre sterling.

Pour trouver la parité à Paris du cours de 2 d 13/32 demandé, on se dit que si l'on donnait Esc. 1 à ce prix, on recevrait en paiement 2 d 13/32, avec lesquels on pourrait se procurer du Paris en les vendant à Paris sur

147,70

la base de $\frac{\text{---}}{240}$ puisqu'il y a 240 deniers par Livre

240

sterling ; on aurait ainsi placé Esc. 1 au prix de Fr.Fr.

147,70

$\frac{\text{---}}{240} \times 2 \text{ d } 13/32$ soit Fr.Fr. 1,48084.

240

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

x Fr.Fr. = Esc. 100

Esc. 1 = 2 d 13/32

240 d = £ 1

£ 1 = Fr.Fr. 147,70

d'où l'on tire :

$$x = \frac{100 \times 2 \text{ d } 13/32 \times 1 \times 147,70}{1 \times 240 \times 1} = \text{Fr.Fr. } 148,084$$

si bien que la parité à Paris du cours d'Escudo à Londres de 2 d 13/32 demandé est de 148,084 demandé, avec avec le Londres à 147,70.

Pour trouver la parité à Paris au cours de 2 d 7/16 offert, on se dit que si l'on prenait Esc. 1 à ce prix on aurait à payer 2 d 7/16 que l'on pourrait se procurer à

147,80

Paris en achetant des deniers au prix de Fr.Fr. $\frac{\text{---}}{240}$;

240

on aurait ainsi trouvé Esc. 1 au prix de

147,80

Fr.Fr. $\frac{147,80}{240} \times 2 \text{ d } 7/16$ soit Fr.Fr. 1,50109.

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

x Fr. Fr. = Esc. 100

Esc. 1 = 2 d 7/16

240 d = £ 1

£ 1 = Fr.Fr. 147,80

d'où l'on tire :

$$x = \frac{100 \times 2 \frac{7}{16} \times 1 \times 147,80}{1 \times 240 \times 1} = \text{Fr.Fr. } 150,11$$

si bien que la parité à Paris au cours d'Escudo à Londres de 2 d 7/16 offert est de 150,11 offert, avec le Londres à 147,80.

Pour la piastre argentine, il faut tenir compte de la coexistence du peso or et du peso monnaie nationale (44 pesos or valant 100 pesos m/n) ; on traite presque toujours en monnaie nationale, aussi faut-il prendre les 44 centièmes des cours annoncés.

Supposons que le peso vaille à Londres 45 d 1/8 (demandé) à 3/16 (offert) et le Londres à Paris 147,30 (demandé) à 40 (offert).

Pour trouver la parité à Paris du cours de 45 d 1/8 demandé, on se dit que si l'on donnait 1 p. m/n à ce

prix, on recevrait en paiement $\frac{45 \text{ d } 1/8 \times 44}{100}$ avec les-

quels on pourrait se procurer du Paris en les vendant

147,30

à Paris sur la base de $\frac{147,30}{240}$; on aurait ainsi placé

240

$$1 \text{ p. m/n au prix de Fr.Fr. } \frac{147,30}{240} \times \frac{45 \frac{1}{8} \times 44}{100} \text{ soit}$$

Fr.Fr. 12,186.

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr. Fr.} &= 1 \text{ p. m/n} \\ 100 \text{ p. m/n} &= 44 \text{ p. oro} \\ 1 \text{ p. oro} &= 45 \text{ d } 1/8 \\ 240 \text{ d} &= \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 &= \text{Fr.Fr. } 147,30 \end{aligned}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times 44 \times 45 \frac{1}{8} \times 1 \times 147,30}{100 \times 1 \times 240 \times 1} = \text{Fr.Fr. } 12,186$$

si bien que la parité à Paris du cours de peso m/n à Londres de $45 \frac{1}{8}$ demandé est de $12,18 \frac{1}{2}$ demandé, avec le Londres à 147,30.

Pour trouver la parité à Paris du cours de 45 d $3/16$ offert, on se dit que si l'on prenait 1 p. m/n à ce prix,

$$45 \text{ d } 3/16 \times 44$$

on aurait à payer $\frac{\quad}{100}$ que l'on pourrait se

147,40

procurer à Paris en les achetant au prix de Fr.Fr. $\frac{\quad}{240}$;

on aurait ainsi trouvé 1 p. m/n au prix de

$$\text{Fr.Fr. } \frac{147,40}{240} \times \frac{45 \frac{3}{16} \times 44}{100} \text{ soit Fr.Fr. } 12,211.$$

La règle conjointe se serait posée de la manière suivante :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr. Fr.} &= 1 \text{ p. m/n} \\ 100 \text{ p. m/n} &= 44 \text{ p. oro} \\ 1 \text{ p. oro} &= 45 \text{ d } 3/16 \\ 240 \text{ d} &= \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 &= \text{Fr.Fr. } 147,40 \end{aligned}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times 44 \times 45 \frac{3}{16} \times 1 \times 147,40}{100 \times 1 \times 240 \times 1} = \text{Fr. Fr. 12,211}$$

si bien que la parité à Paris du cours de peso m/n à Londres de 45 3/16 offert est de 12,21 offert avec le Londres à 147,40.

MARGES

Munis de ces cours et de ces parités, les cambistes peuvent travailler, c'est-à-dire qu'ils savent où ils peuvent trouver à meilleur compte, à un moment donné, les monnaies dont ils ont besoin et où ils peuvent placer le plus cher celles dont ils veulent se défaire. Ils sont à même ainsi d'accepter ou d'écarter les affaires qu'on leur propose et de faire aux clients ou aux correspondants des prix en rapport avec l'état actuel des marchés. Leur seule règle est d'acheter une monnaie moins cher que le cours auquel elle est demandée et de la vendre plus cher que le cours auquel elle est offerte. Le bénéfice de l'opération provient de la marge qu'on a pu ainsi se réserver. Suivant les circonstances, cette marge devra être plus ou moins grande. Il y a toujours lieu de redouter que les cours ne changent dans le mauvais sens pendant qu'on traite. Pour peu qu'on se soit engagé d'un côté et qu'on ne puisse plus de l'autre que se couvrir à perte, on se trouve « collé » avec l'alternative soit de « se couper un membre », soit de rester en spéculation en attendant que « ça revienne ».

En raison des conséquences fâcheuses possibles d'un changement de cours, il est souvent dangereux de traiter sans se tenir à chaque instant au courant des fluctuations du marché sur lequel on compte se couvrir. Aussi, quand le marché est mauvais, il est prudent de travailler deux par deux, l'un s'occupant de suivre le marché et l'autre essayant de combiner des affaires, afin

qu'aussitôt averti en cas de changement de cours, ce dernier puisse, s'il y a lieu, se dégager en annulant ou en modifiant ses cours ; s'il ne le faisait pas, il se pourrait que le client ou le correspondant avec qui il téléphone, mieux au courant que lui, profitât immédiatement de propositions inconsidérées.

ENGAGEMENTS SUR LES COURS

Les cours demandés ou offerts fournis par un courtier renseignent sur l'état actuel du marché, mais il est important de préciser que les courtiers ne sont pas engagés sur les cours qu'ils indiquent, sauf s'ils annoncent un montant. Ils ne sont d'ailleurs tenus de prendre ou de donner ce montant que si la réponse est instantanée ; si l'on se met à parler d'autre chose, le courtier n'est plus engagé. Inversement les Banques ne sont engagées sur un cours que dans le cas où elles précisent le montant qu'elles offrent ou demandent à ce cours et où le courtier accepte immédiatement la proposition. Il va de soi qu'il en est autrement quand une Banque laisse un ordre en main à un courtier et que, dans cette hypothèse, l'ordre reste valable jusqu'à révocation.

Il existe pour chaque monnaie un montant minimum de négociation courante au-dessous duquel il est difficile de traiter. Ces montants sont fixés par l'usage à £ 1.000, \$ 10.000, Fr.B. 100.000, etc... Lorsqu'on veut opérer pour des montants inférieurs, on est obligé de faire des concessions sur les cours du moment afin de trouver des contreparties. Il y a d'ailleurs lieu de remarquer que plus la monnaie nationale d'une place se déprécie, moins cette place est approvisionnée de monnaies étrangères, et que les montants que l'on y traite deviennent de plus en plus faibles ; c'est ainsi qu'au moment de la chute vertigineuse du Mark, on faisait tout au plus £ 500 d'arbitrage avec Berlin.

COURTAGES

Les cours fournis par les Courtiers de Paris sont, en principe, nets pour la Banque, c'est-à-dire que le courtage est compris dans le cours.

Jusqu'à l'automne 1925, les taux de courtage faisaient l'objet d'une réglementation assez stricte. Le tarif était de 1 c. par Livre sterling, de 1/4 c. par dollar, de 1/8 % pour la plupart des autres monnaies. De plus, les courtages ne pouvaient être prélevés que du côté vendeur, autrement dit, le courtier devait placer à un prix plus élevé que celui qui lui avait été fixé par le vendeur.

Depuis l'automne 1925, en raison de la hausse considérable des devises, on ne respecte plus le barème et les courtiers n'hésitent pas, dans les périodes agitées, à prendre des courtages de plusieurs centimes sur la Livre sterling ou d'un centime sur le dollar. En outre, ils prélèvent fréquemment des courtages aussi bien à l'achat qu'à la vente.

En ce qui concerne les opérations usance Londres, le courtier prend un courtage en monnaie étrangère dont la contrevaletur lui est payée en francs. C'est ainsi par exemple, que sur une affaire de 100.000 Espagne contre Londres, le courtier obtiendra 1/2 centime de peseta par Livre sterling, ce qui lui fera environ P^{tas} 15 de courtage.

Suivant l'usage, les courtages sont crédités en compte par la Banque débitrice et font l'objet d'un règlement trimestriel.

Les arrangements qui interviennent entre les Banques de Paris et les courtiers de province ne sont pas uniformes. Ainsi que nous l'avons déjà signalé, tandis que la Banque interroge ses courtiers de Paris pour connaître l'état du marché, c'est elle qui fait des cours aux courtiers de province.

Le plus souvent, la Banque donne au courtier des cours nets pour elle, c'est-à-dire qu'elle ne lui bonifie pas

de courtage et que le courtier devra se ménager une marge ; la Banque ne s'occupe pas, dans ce cas, de l'écart qui peut se produire entre le cours qu'elle a fait au courtier et celui auquel il a opéré. Parfois, cependant, il est convenu que la Banque rétrocédera au courtier un certain courtage sur chaque opération traitée ; le courtier peut alors acheter ou vendre aux cours exacts qui lui ont été passés et l'écart, dans ce cas, ne lui appartient pas ; depuis l'automne 1925, cette manière de faire a dû pratiquement être à peu près abandonnée, en raison de l'impossibilité d'appliquer un barème fixe aussi bien aux courtiers de province qu'à ceux de la capitale.

A Londres, les courtages sont très élevés. Ils sont calculés sur le montant de devises étrangères négocié. Il en résulte qu'ils augmentent avec la dépréciation de ces devises. Comme ils sont pris dans les deux sens et que toutes les affaires sont conclues par l'entremise d'un courtier, ils occasionnent aux Banques des frais considérables.

Il avait été question à un certain moment d'adopter un tarif proportionnel au montant en sterling de la transaction, mais la chose fut abandonnée faute de l'accord unanime des Banques.

Ces courtages sont de : (mars 1923)

10/ par 250.000 Francs Français, Belges ou Suisses,
Lires, Pesetas et Couronnes Tchéco-Slovaques.

13/4 par \$ 100.000.

7/6 par 100.000 Couronnes Scandinaves.

8/4 par 100.000 Florins.

Avec la Livre sterling à 100 Francs Français, le courtage s'élève ainsi à 2 centimes par Livre sterling à l'achat et à la vente.

A Bruxelles, le courtage est de 1/20 0/00 du montant en Francs Belges de la transaction.

SECTION II

Le Marché en Bourse

L'importance croissante des affaires de change depuis la Guerre a provoqué le développement correspondant de la Bourse des changes.

JOURS ET HEURES DES SÉANCES

La Bourse des changes que l'on qualifie souvent de marché officiel, se tient tous les jours ouvrables sauf les samedis compris entre le 1^{er} mai et le 1^{er} novembre. La fermeture de la Bourse du samedi s'est même prolongée exceptionnellement après le 1^{er} novembre 1925 jusqu'au 1^{er} février 1926. D'ailleurs, la question est agitée de temps à autre de supprimer définitivement la Bourse du samedi ; on fait remarquer en effet que le volume des affaires traitées le samedi ne nécessite pas la tenue de la Bourse et qu'il peut être préjudiciable de sanctionner officiellement les cours pratiqués sur le marché de Paris alors que l'activité des autres places est très ralentie.

La Bourse a lieu au début de l'après-midi sauf les samedis et veilles de fête légale où elle se tient en fin de matinée. La séance officielle commence à 13 heures ou à 10 heures 30 suivant les jours et se termine à 14 heures 45 ou à 11 heures 15.

LIEU DE RÉUNION

La Bourse des changes occupa longtemps deux salles situées à l'angle nord-est du rez-de-chaussée du Palais de la Bourse, mais les locaux mis à sa disposition devinrent après la guerre tellement insuffisants qu'on avait dû construire une tribune à mi-hauteur de la salle afin d'y installer des cabines téléphoniques. Actuellement, la Bourse des changes dispose de locaux beaucoup plus vastes aménagés au premier étage de l'aile nord du Palais de la Bourse.

La Salle des Changes est louée aux Banques par la Chambre Syndicale des Agents de change. Elle est occupée par un groupement constitué à cet effet au sein de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province sous la dénomination d'Association de Banques et Banquiers pour la location d'une salle au Palais de la Bourse.

L'Administration de la salle fait l'objet d'un Règlement très détaillé et est confiée à un comité de neuf membres.

Il est important de préciser que, malgré la proximité des deux bourses, la Bourse des changes est absolument distincte de la Bourse des valeurs.

AMÉNAGEMENT DE LA SALLE DES CHANGES

Une corbeille en ovale entourée de gradins de deux marches occupe le milieu de la salle. De nombreuses rangées de cabines téléphoniques sont disposées aux deux extrémités de la salle. Il existe, de plus, deux pièces séparées dont l'une est réservée à l'usage des Chefs de Maison et des Agents de change. Enfin, comme il n'est pas possible de laisser pénétrer librement sur le marché, une partie de la salle longeant un des grands côtés de la corbeille a été séparée par une balustrade et munie d'une entrée particulière afin d'être ouverte à tout venant. Le public est ainsi admis à suivre le marché et peut communiquer aisément avec les personnes se trouvant dans la salle.

ACCÈS A LA SALLE

Peuvent pénétrer dans la salle (art. 10 du règlement) :

1° Les chefs, associés, fondés de pouvoirs ou représentants des Maisons de Banque ou Etablissements de crédit admis dans l'association et ceux de leurs employés qu'ils désignent ;

2° Les chefs ou associés des Maisons de Banque des

départements faisant partie de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province ;

3° Les Agents de change et les représentants de leurs charges ;

4° Les personnes munies d'une autorisation du Comité revisable chaque année.

Cette dernière catégorie vise principalement les courtiers. Ils doivent présenter des demandes d'admission qui sont examinées par le Comité et soumises par ses soins à l'agrément de la Chambre Syndicale des Agents de change. Le Comité est en droit de révoquer les autorisations d'admission ainsi accordées sans avoir à motiver sa décision. Les courtiers agréés non associés peuvent se faire remplacer, mais ce droit est refusé aux courtiers agréés associés (art. 9) ; en fait, cette mesure restrictive n'est pas appliquée et tous les courtiers font entrer un second.

Pour permettre le contrôle à la porte de la Salle, des cartes d'identité sont délivrées par l'Association de Banques et Banquiers et par la Chambre Syndicale, suivant les cas, sur la demande des Maisons de Banque et Etablissements de crédit admis dans l'association, des charges d'Agents de Change et des courtiers agréés (article 11). Ces cartes ne peuvent être demandées par les Banques et les charges que pour des représentants appartenant effectivement à leur personnel et travaillant pour elles et non à leur propre compte. Il en est de même pour le remplaçant d'un courtier agréé qui, en principe, ne peut pénétrer dans la salle qu'en l'absence de son patron et qui doit être de nationalité française. La cession d'une carte est rigoureusement prohibée. En cas d'infraction, le Comité retirerait temporairement ou définitivement sa carte au contrevenant et ferait afficher dans la salle la mesure qu'il aurait prise (article 12).

Un local séparé est réservé à l'usage :

1° des chefs, associés et directeurs des Maisons de

Banque ou Etablissement de crédit admis dans l'association,

2° des chefs ou associés des Maisons de Banque des départements faisant partie de l'Union Syndicale,

3° des agents de change

qui peuvent y recevoir momentanément toutes les personnes qu'ils désirent, mais ne doivent pas y travailler ni avec leurs employés ni avec les courtiers. Ces derniers n'ont le droit d'y pénétrer que le temps nécessaire pour apporter une réponse ou prendre un ordre (article 14).

LA SÉANCE DE LA BOURSE

L'article 8 du règlement prévoit l'ouverture de la Salle de 12 heures 45 à 15 heures 15 tous les jours ouvrables sauf le samedi et les veilles de fête légale. Ces derniers jours, la Salle ouvre de 10 heures 15 à 12 heures 15. En fait, la Salle ferme plus tard que les heures réglementaires.

La corbeille

A 13 heures ou, si la Bourse a lieu le matin, à 10 heures 1/2, le coteur de la Chambre Syndicale s'installe à une table placée au milieu de la corbeille et fait agiter une sonnette placée devant lui. C'est le signal que la Bourse officielle commence.

Les tabourets qui entourent la corbeille sont rapidement garnis par les représentants des différentes Banques. Généralement un second cambiste se tient debout derrière le premier. Le plus souvent ils traitent tous les deux. Seuls les représentants des Banques et ceux de la Chambre syndicale ont droit de se placer au premier rang ; en principe, les courtiers doivent rester au second. Personne n'est autorisée à se tenir au milieu de la corbeille sauf le coteur et ses adjoints (article 13).

Les affaires se traitent à la criée à travers la corbeille, les représentants des banques et les courtiers annonçant à haute voix comment ils prennent ou don-

nent les différentes monnaies, soit contre Paris, soit contre Londres. Les affaires se concluent ainsi publiquement soit entre Banques, soit entre courtiers soit entre les unes et les autres. Il est à remarquer que nul n'est obligé d'accepter une contrepartie qui ne lui convient pas et que rien n'empêche de traiter des affaires à voix basse si on y a convenance.

Les courtiers ne se bornent pas en Bourse à rapprocher les parties. Ils traitent de la même manière que les représentants des Banques sans que jamais on leur demande d'annoncer publiquement pour compte de qui ils ont agi. De cette façon, une Banque peut faire exécuter par courtiers une partie de ses opérations ; elle évitera ainsi de se démasquer dans le cas où elle a un carnet chargé ; elle réussira également par ce procédé à défaire discrètement des ventes ou achats désavantageux.

En Bourse comme avant Bourse, la plupart des transactions se font en Livres sterling, le Londres servant de couverture pour toutes les autres devises. C'est ce qui explique qu'on arrive à coter en Bourse jusqu'à un demi-million de Livres sterling alors que les négociations effectives de Londres sont loin de pouvoir atteindre de pareils montants.

Comme les cours contre Londres ne sont pas relevés, on est obligé de traiter contre Francs une partie de ses opérations, afin de faire marquer des cours. C'est ainsi, par exemple, que si l'on a \$ 300.000 à négocier, on en fera un quart million contre Londres et le reste contre Paris.

Quand une affaire est conclue contre francs, le vendeur doit la décrire succinctement sur une fiche qu'il jette au coteur. Le coteur note les cours qui lui parviennent sans avoir à en examiner la sincérité. Plusieurs fois au cours de la séance, il fait inscrire les cours qu'il a relevés, sur deux tableaux noirs placés dans la salle, ainsi que sur des tableaux disposés dans la Bourse des valeurs.

A 14 h. 45 (le samedi à 11 h. 15), le coteur donne un nouveau coup de sonnette pour annoncer que la bourse officielle est terminée et il quitte la corbeille pour se rendre au Comité de la cote. Son départ n'arrête pas les transactions qui continuent jusqu'à 15 h. 30 (le samedi jusqu'à midi), mais les cours ne sont plus enregistrés.

Le Téléphone

Le service des Changes de la Chambre Syndicale et la plupart des Maisons de Banque prennent en location une des cabines téléphoniques situées dans la salle. Certaines Maisons même en utilisent deux. Ces cabines contiennent généralement au moins deux téléphones et des « Loga ». Comme elles sont reliées par fils directs aux Maisons, elles permettent aux cambistes qui sont en Bourse de garder un contact ininterrompu avec leurs collègues qui restent au bureau. Le bureau peut ainsi transmettre à la Bourse les ordres nouveaux qui arrivent et la Bourse annoncer au bureau les cours auxquels elle a pu opérer.

Les communications téléphoniques n'arrêtent pas pendant la Bourse et l'on continue, comme avant Bourse, à traiter le plus d'affaires possibles avec la place, la province et l'étranger. A cet égard, les Maisons ne travaillent pas d'une manière absolument identique. Certaines se font passer en Bourse les communications téléphoniques. Ce sont alors des cambistes de la Bourse qui prennent ces communications dans la cabine. Ils ont en ce cas à leur disposition un ou deux employés qui les tiennent au courant des cours que l'on entend sur le marché et qui annoncent les affaires qui sont conclues dans la cabine au cambiste de la corbeille afin qu'il en assure la couverture. Cette méthode présente le grand avantage de permettre au cambiste qui est au téléphone de suivre de très près le marché, puisqu'on le prévient dès qu'il y a un changement de cours et qu'il n'a souvent qu'à ou-

vrir un instant la porte de sa cabine pour entendre ce qui se crie à la corbeille. Il peut ainsi faire des prix au plus juste ce qui lui permet d'enlever plus d'affaires. De plus, quand il a besoin de savoir ce que vaut une monnaie qui n'est pas traitée couramment, il peut envoyer demander un cours au courtier ou à la banque spécialiste et être ainsi fixé très rapidement. Cependant cette méthode présente le très grave inconvénient, pour les Maisons qui travaillent beaucoup, de limiter le nombre de communications qui peuvent être prises pendant la Bourse. Il est en effet très difficile à un cambiste de travailler en tenant deux communications à la fois, sauf évidemment les jours très calmes, mais alors il n'y a rien à faire. Il n'y a guère moyen non plus d'être deux au téléphone dans une même cabine. Pour permettre de le faire, certaines Maisons ont fait établir une séparation au milieu de leur cabine et l'ont ainsi divisée en deux. D'autres louent deux cabines et font remplacer la cloison qui les sépare par une vitre munie d'un guichet. Aucune de ces combinaisons ne se révélant très pratique, beaucoup de Maisons jugent préférable de ne pas prendre les communications en Bourse et de laisser au bureau des cambistes qui traitent aussi commodément qu'avant Bourse. Dans ce cas, le cambiste qui est dans la cabine de la Bourse se borne à passer des cours au bureau afin de tenir les cambistes qui y travaillent au courant des oscillations du marché ; on lui annonce, s'il y a lieu, les affaires qui ont été traitées sur ces cours afin qu'il fasse prévenir le cambiste de la corbeille à qui incombe le soin de les couvrir.

En plus des cabines ainsi louées par les Maisons de Banque pour se relier à leur bureau, il existe dans la salle un central téléphonique disposant de sept cabines qui permettent aux maisons de Banque et aux courtiers de téléphoner continuellement avec la ville.

On se sert également du bureau de téléphone de la Bourse qui est situé à l'entresol exactement au-dessous de la Salle des Changes et où plusieurs fils directs sont

en service ininterrompu avec les autres places telles que Londres et Bruxelles.

Le Télégraphe

Il existe au sous-sol du Palais de la Bourse un bureau de télégraphe qui permet notamment aux Maisons de Banque de se faire adresser des télégrammes directement en Bourse. Ainsi en arrivant à la Bourse, les représentants des Banques peuvent trouver un paquet de dépêches qui les attendent et qui contiennent des ordres à exécuter. Pendant la séance, le télégraphe n'arrête pas plus que le téléphone, mais, ainsi que nous l'avons déjà signalé, il ne peut plus être utilisé qu'exceptionnellement pour traiter une opération de change.

En principe, on télégraphie le moins possible de la Bourse même. On a, en effet, autre chose à faire en Bourse que d'expédier des dépêches et, en général, on s'occupe des télégrammes après la Bourse une fois rentré au Bureau. Cependant de très nombreux télégrammes sont expédiés de la Bourse, car on a souvent intérêt à ne pas attendre, soit pour confirmer des affaires très importantes traitées par téléphone, soit pour aviser un donneur d'ordre de l'exécution de ses instructions.

LA COTE DES CHANGES

Le Comité de la cote

Le Comité de la cote qui se réunit dans le local réservé a, aux termes de l'article 17 du Règlement, la composition suivante :

- Un Agent de change, Président ;
- 10 membres élus par l'Association des Banques et Banquiers, dont 4 courtiers agréés et 6 pris dans son sein.
- Le Chef du Service des Changes de la Chambre Syndicale.

Le Comité a la mission d'examiner les cours qui ont été relevés par le coteur afin de s'assurer qu'ils répondent bien à la réalité des affaires. Il peut être ainsi amené à supprimer un cours, au cas notamment où un cours noté par le coteur a fait l'objet d'une protestation de la part du représentant d'une Maison. Lorsque le fait se produit, le coteur dès qu'il a connaissance de l'incident, fait souligner le cours sur les tableaux et le fait ensuite effacer si le Comité décide que le cours ne doit pas être maintenu. Même s'il ne se produit pas de réclamation, le Comité peut demander des explications à ceux qui ont fait noter des cours qui lui sembleraient anormaux.

Les cours sont inscrits par le coteur tels qu'ils lui ont été fournis par les Maisons qui les ont fait noter. L'usage a disparu d'arrondir les cours, en dessus pour les devises appréciées, en dessous pour les devises dépréciées (1).

Une fois les cours vérifiés, la cote est arrêtée par le Comité et transmise aux services de la Chambre Syndicale qui en assurent la publication à la page 22 du Bulletin de la Cote officielle.

Les cours moyens et leur suppression

Jusqu'au samedi 26 janvier 1924 inclus, le Comité de la Cote avait la mission d'élaborer, pour chaque monnaie, le cours moyen officiel des opérations traitées. Bien entendu, les cours moyens n'étaient pas de simples moyennes arithmétiques entre les plus hauts cours et les plus bas. Pour les établir, on tenait compte des montants négociés aux différents cours. Aussitôt calculés, les cours moyens étaient publiés en Bourse même par leur inscription sur les tableaux des cours.

Beaucoup de Maisons avaient convenance à traiter dès le début de la séance sur la base du cours moyen.

(1) C'est ainsi qu'un cours de N 1/16 était arrondi en N,10 ou en N,05 suivant les cas.

Comme le procédé était très usité pour l'exécution des ordres au mieux, un chiffre considérable des transactions était fait au cours moyen.

De nombreuses critiques furent élevées contre le système des cours moyens en raison des truquages dont on prétendait qu'il pouvait être l'objet. En fin de compte, la Chambre Syndicale en décida la suppression, mesure qui fut annoncée au Bulletin de la Cote officielle du 22 janvier 1924 par un avis ainsi conçu :

« A. X° 10.486

« A partir du lundi 28 janvier présent mois, le Bulletin de la Cote publiera aux lieu et place du cours moyen qui ne doit plus désormais constituer une limite courante d'exécution, les cours successivement cotés sur le Marché des Changes pendant la séance de la Bourse.

« En outre, il indiquera les principaux cours relevés sur les transactions au comptant effectuées hors Bourse de 15 heures à 18 heures (cours de la veille) et de 9 heures à 12 heures (cours du jour), ainsi que les taux de report des négociations à terme ».

Indications figurant actuellement à la cote

L'aspect matériel de la cote a dû naturellement être transformé en exécution de l'avis n° 10.486. Jusqu'au samedi 26 janvier 1924 inclus, la cote ne portait que le cours moyen du jour et celui de la veille. Depuis le lundi 28 janvier, elle donne pour chaque monnaie la liste des cours au comptant successivement notés pendant la séance ainsi que la liste des cours relevés pour les transactions au comptant effectuées hors Bourse, la veille de 15 heures à 18 heures et le matin de 9 heures à midi. Pour réunir les renseignements nécessaires, le Service des Changes de la Chambre Syndicale demande à plusieurs Etablissements de Crédit de lui fournir un état quotidien des cours auxquels ils ont opéré hors Bourse, avec indication des heures correspondantes. Il

y a lieu de remarquer qu'en reprenant les cours cotés hors Bourse, la cote donne en quelque sorte une consécration officielle aux cours pratiqués sur le marché libre et tend ainsi à corriger l'anomalie de la co-existence des deux marchés.

Le Bulletin de la cote insère également les taux de report et de déport pratiqués sur le Londres et le dollar à termes. Les anciennes rubriques : « Chèque, versement, papier court » et « papier à trois mois » ont disparu ainsi que la cotation des matières d'or et d'argent. Après les taux de report et de déport viennent seulement les taux de la Banque de France, des Bons du Trésor et de la Défense Nationale.

Exception faite pour la Livre sterling, les cours continuent à s'établir pour 100 unités de monnaie étrangère, même pour le dollar, malgré les hauts cours que cette devise a atteints. Il est à remarquer d'ailleurs qu'en dépit de la cotation officielle par \$ 100, dans le langage courant et même dans la correspondance, on trouve plus pratique de faire des prix pour \$ 1. Au moment où l'inflation exerçait ses ravages en Allemagne, en Autriche et en Pologne, il devint impossible de coter les 100 unités et l'on dut augmenter successivement le montant-type jusqu'à atteindre pour le Mark allemand, le milliard d'unités. Depuis la restauration monétaire de ces différents Pays, leurs monnaies sont cotées à Paris par 100 unités : 100 Reichsmark pour l'Allemagne, 100 schilling pour l'Autriche, 100 zloty pour la Pologne. De plus, depuis le 26 octobre 1926, la cote de la devise belge se fait en Belgas et depuis le 1^{er} janvier 1927, celle de la devise hongroise se fait en Pengoe (1).

(1) 1 Reichsmark : 1.000 milliards de Mark-papier.

1 Schilling : 10.000 Couronnes-papier.

1 Zloty : 1.800.000 Marcs.

1 Belga : 5 Francs Belges.

1 Pengoe : 12.500 Couronnes-papier.

Exemples de cotes

Nous reproduisons à titre d'exemples les cotes des 26 janvier 1924 et 3 janvier 1927.

La cote du 26 janvier 1924 qui, pour la dernière fois, indique les cours moyens, s'est présentée comme suit :

COTE DES CHANGES

VERSEMENT TÉLÉGRAPHIQUE

COURS DE LA VEILLE		COURS MOYEN
93,535	Londres	94,32
2.213	New-York	2.231
	Allemagne (1 milliard M.)	
	Argentine	
90,10	Belgique	90,80
	Brésil	
	Bulgarie	
	Canada	
359	Danemark	
280,25	Espagne	283,25
	Finlande	
43,50	Grèce	
820,50	Hollande	829,50
0,07	Hongrie	0,07
96,10	Italie	96 70
	Japon	
305,75	Norvège	308
	Pétrograd	
0,30	Pologne (100.000 M.)	
	Portugal	
64,10	Prague	64,80
	Roumanie	
	Serbie	
	Suède	
382,25	Suisse	385,50
	Uruguay	
31,50	Vienne (100.000 C.)	31,50

NÉGOCIATIONS DE CHANGE A TERME

(cours annoncés et publiés à titre d'indication)

Report : R. Déport : B.

Londres :

1 mois : 0,11 R à 0,19 R. — 2 mois : 0,11 R à 0,19 R par mois.
3 mois : 0,11 R à 0,19 R par mois.

New-York :

1 mois : 0,01 R à 0,03 R. — 2 mois : 0,01 R à 0,04 R par mois.
3 mois : 0,01 R à 0,04 R par mois.

BANQUE DE FRANCE

Escompte	6 » %
Intérêt des avances	7 » %

BONS DU TRÉSOR

De 1 mois à 2 mois.....	3 » %
De plus de 2 mois à 3 mois.....	3 75 %
De plus de 3 mois à 6 mois.....	4 25 %
De plus de 6 mois à moins d'un an.....	4 75 %
D'un an	5 » %

BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Bons à 1 an d'échéance.....	5 » %
Bons à 6 mois d'échéance.....	4 50 %
Bons à 3 mois d'échéance.....	4 » %
Bons à 1 mois d'échéance.....	3 » %

Le 28 janvier 1924, la Cote parut sous une forme nouvelle qu'elle a conservée depuis. C'est ainsi que la cote du 3 janvier 1927 contient les indications suivantes :

COTE DES CHANGES
VERSEMENT TÉLÉGRAPHIQUE

31 DÉCEMBRE — Cours relevés hors Bourse (15 h. à 18 h.)	DEVICES	3 JANVIER	
		Cours relevés hors Bourse (9 h. à 12 h.)	Cours cotés en Bourse
	Londres.	122 80 87	122 83 84 81 1/2 82 82 1/2 84 85 83 1/2 86 84 83
	New-York.	2529 » 2531	2530 50 2531 50
	Allemagne.	601 75	601 50
	Argentine.		
	Belgique (1)	352 »	352 75
	Brésil.		
	Bulgarie.		
	Canada.		
	Danemark.	675 »	674 »
	Egypte.		
	Espagne.	388 »	388 25 388 387 75
	Finlande.		63 »
	Grèce.		
	Hollande.	1013 »	1012 » 1013 50
	Hongrie (2).		
	Italie.	113 75	113 » 113 20 112 75
	Japon.		
	Mexique.		
	Norvège.	639 25	643 »
	Pétrograd.		
	Pologne.		
	Portugal.		
	Prague.	74 90	
	Roumanie.		13 50 25 20 15 10 25
	Serbie.		
	Suède.	676 25	676 25
	Suisse.	489 »	488 75 25
	Uruguay.		
	Vienne.		353 » 358

NOTA. — (1) 100 Belga. — (2) 100 Pengoe.

NÉGOCIATIONS DE CHANGE A TERME

Report : R. Déport : B.

Londres :

1 mois : 0.52 R à 0.72 R. — 2 mois : 0.50 R à 0.70 R par mois.

3 mois : 0.50 R à 0.70 R. par mois.

New-York :

1 mois : 0.11 R à 0.16 R. — 2 mois : 0.11 R à 0.14 R par mois.

3 mois : 0.11 R à 0.14 R par mois.

BANQUE DE FRANCE

Escompte	6 1/2 %
Intérêt des avances.....	8 1/2 %

BONS DE LA DÉFENSE NATIONALE

Bons à 1 an d'échéance.....	5 1/2 %
Bons à 6 mois d'échéance.....	4 1/2 %
Bons à 3 mois d'échéance.....	4 %

BONS DU TRÉSOR

Bons de 1 à 2 mois d'échéance.....	3 » %
Bons de 2 à 3 mois d'échéance.....	3 50 %
Bons de 3 à 4 mois d'échéance.....	4 » %
Bons de 4 à 6 mois d'échéance.....	4 25 %
Bons de 6 à 8 mois d'échéance.....	4 75 %
Bons de 8 mois d'échéance et au-dessus....	5 » %

Lacunes de la cote :

Sous son aspect nouveau, la cote est évidemment plus complète que lorsqu'elle indiquait les seuls cours moyens; mais il ne faudrait pas en conclure qu'elle donne désormais un reflet exact des négociations faites sur le marché.

En premier lieu, elle laisse de côté les nombreuses transactions traitées usance d'une place étrangère puisqu'elle ne tient compte que des affaires conclues contre Francs français.

En second lieu, il est de nombreuses opérations contre Francs Français qui sont faites en Bourse sans que le coteur les enregistre. Il y a, d'abord, toutes celles qui sont traitées après son départ. Ensuite, sans parler du cas qui peut se produire, où les parties s'abstiennent délibérément de faire coter une affaire, on ne reprend pas à la cote les cours afférents à des opérations inférieures à certains montants fixés pour chaque monnaie par la Chambre Syndicale, d'accord avec l'Association de Banques et Banquiers.

Ces limites sont actuellement les suivantes : (25 mai 1925) :

Londres	2.000	Espagne ..	25.000	Pologne	5.000
New-York ..	10.000	Finlande ..	20.000	Portugal ...	25.000
Allemagne ..	»	Grèce	25.000	Prague	25.000
Argentine ..	10.000	Hollande .	10.000	Roumanie ..	50.000
Belgique ...	100.000	Hongrie ..	5.000.000	Serbie	25.000
Brésil	»	Italie	100.000	Suède	20.000
Bulgarie ...	25.000	Japon	10.000	Suisse	25.000
Canada	10.000	Norvège ..	20.000	Uruguay ...	10.000
Danemark ..	20.000	Pétrograd .	»	Vienne	5.000

Dans ces conditions, il est hors de doute que les montants effectivement négociés en bourse sont largement supérieurs à ceux qui sont enregistrés par le coteur.

Par question du 5 février 1924, M. Goy, Sénateur, a demandé au Ministre des Finances s'il est exact que le chiffre des transactions de change officiellement enregistrées sur le marché de Paris soit inférieur de plus de moitié aux chiffres des transactions réelles.

Le Ministre a répondu par la voie du *Journal Officiel* du 22 mars 1924, dans les termes suivants :

« Le marché officiel des changes ne dure que de 1 heure et demie à 3 heures, tandis que des opérations de change sont effectuées par les banques tenant le répertoire des changes pendant toute la journée. Dans ces conditions, il est impossible d'apprécier la relativité de l'importance des unes et des autres. Il est toutefois certain que les transactions de change effectuées sur le

marché officiel sont inférieures de plus de moitié à la totalité des transactions effectuées sur le marché de Paris. »

Importance respective des cours cotés

Les différents cours étant inscrits par le coteur au fur et à mesure de la conclusion des affaires, il en résulte que tous les cours ont la même importance et qu'il n'y a pas lieu d'attacher une valeur particulière à certains d'entre eux tels que le premier cours et le dernier ou que le cours le plus haut et le cours le plus bas. Ces différents cours, notamment le premier, sont des cours de surprise. Il est donc impossible à un Banquier de garantir tel ou tel de ces cours à son client. Tout ce qu'il peut lui promettre, c'est d'opérer dans les premiers cours ou dans les derniers.

A la Bourse des Valeurs, au contraire, le premier cours revêt une importance considérable, du fait que c'est au premier cours qu'on exécute tous les ordres au mieux. Aussi, avant la séance, établit-on les premiers cours, en les calculant d'après le nombre et le sens des ordres de chaque groupe. Les cours successivement cotés après le premier cours proviennent d'ordres à cours limité ou d'ordres reçus en bourse dont on s'occupe ensuite d'assurer l'exécution.

ADMINISTRATION DE LA SALLE DES CHANGES

L'Administration de la salle des Changes est confiée à un Comité de neuf membres (article premier du Règlement), la Présidence de ce Comité est exercée de droit par le Président de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province (article 3), les huit autres membres sont élus pour trois ans à la majorité des voix par l'Assemblée générale de l'Association des Banques et Banquiers et sont toujours rééligibles. Cette assemblée générale se réunit de plein droit tous les ans au mois de novembre (article 1^{er}). Le Secrétaire Trésorier de l'Union Syndicale remplit de droit les mêmes fonctions

auprès du Comité et auprès de l'Association des Banques et Banquiers (article 3).

Le Comité se réunit sur la convocation du Président. Ses décisions se prennent à la majorité des membres présents, mais la présence de cinq membres est nécessaire pour qu'il puisse délibérer. Le Président a voix prépondérante en cas de partage. Les procès-verbaux des séances et des décisions du Comité et de l'Assemblée générale sont tenus par le Secrétaire-Trésorier qui les signe avec le Président. Une ampliation en est adressée à la Chambre Syndicale (article 4).

Les attributions du Comité sont fort étendues (article 5). Il a pleins pouvoirs pour gérer et administrer la salle des Changes. Ses engagements obligent tous les membres de l'Association. C'est lui qui statue sur les demandes d'admission formulées par les Maisons et sur les demandes d'agrément des courtiers. Il fixe la part contributive de chaque Membre pour les frais et les dépenses. Il peut même exiger une démission ou prononcer une exclusion, soit au cas d'infraction grave au règlement ou à l'honneur, soit à la suite d'un fait public entraînant la déconsidération de son auteur. Toutefois, l'exclusion doit être prononcée à l'unanimité des membres présents du Comité convoqué spécialement à cet effet. Il autorise toutes les dépenses après entente avec la Chambre Syndicale et conformément aux accords généraux passés avec elle. Enfin, l'article 16 lui donne pleins pouvoirs pour veiller à l'exécution du règlement.

La gestion administrative de la salle est assurée par le Secrétaire-Trésorier qui présente au Comité un rapport annuel qu'approuve l'Assemblée Générale. Ce rapport est communiqué à la Chambre Syndicale (article 6).

Le Président et le Secrétaire-Trésorier ont qualité pour convoquer d'urgence une Assemblée Générale lorsque le Comité en a décidé la réunion (article 7).

L'article 2 prévoit le cas d'un désaccord entre le Comité et la Chambre Syndicale qui peut avoir des objections à formuler contre une décision du Comité. La

Chambre Syndicale est en droit de demander la réunion d'un Comité supérieur où viennent siéger trois de ses membres et trois membres de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province (ou de l'Association de Banques et Banquiers, si la Chambre Syndicale y agréé). Ce Comité supérieur peut même être convoqué, pour toute question jugée d'intérêt général, soit à la demande de la Chambre Syndicale, soit à celle de l'Union Syndicale ou de l'Association de Banques et Banquiers.

SECTION III

Le Marché après Bourse

Vers 16 heures, tout le monde est rentré de la Bourse et les affaires reprennent dans les mêmes conditions que pendant la matinée, c'est-à-dire que l'on traite sur place par l'entremise des courtiers.

Le Marché après Bourse fait parfois preuve d'une activité considérable. Il subit, en effet, l'influence des premiers cours pratiqués à New-York où, par suite de la distance, il est 10 heures, tandis qu'à Paris il en est 16. Lorsque les câblogrammes de New-work y dénotent une tendance contraire à l'orientation générale de la journée en Europe, le Marché se retourne complètement après Bourse ce qui provoque une recrudescence d'activité.

En principe, on ne traite plus après 18 heures sur la place de Paris, mais il arrive fréquemment que les affaires s'arrêtent plus tôt ou plus tard, suivant l'état du Marché. Les jours de calme, il est difficile de trouver une contrepartie après 17 heures mais, les jours agités, on travaille encore après 18 heures.

Avec l'étranger, on ne peut plus faire grand chose après 17 heures. Les affaires s'arrêtent en effet à Londres plus tôt qu'à Paris. D'un autre côté, la Suisse, l'Al-

Allemagne et l'Italie sont comprises dans le fuseau horaire de l'Europe Centrale et sont ainsi en avance d'une heure sur la France.

Après Bourse, le service des Changes établit la moyenne des cours des opérations grâce auxquelles il a exécuté en Bourse les ordres au mieux. Les moyennes ainsi obtenues serviront de bases d'exécution pour tous les ordres (1).

Positions et comptes-monnaies

En fin de journée, il est indispensable d'arrêter ses positions.

On ne pourrait pas, en effet, se retrouver au milieu de toutes les opérations d'une journée si l'on ne prenait pas la précaution de noter au fur et à mesure tous ses achats et toutes ses ventes par nature de devise. Par ce moyen, le Service des Changes pourra déterminer à tout moment sa position exacte et s'assurer en fin de journée que les entrées et les sorties se balancent exactement. Si la position accuse un solde qui ne s'explique pas par un « col-lage » obligeant de rester en spéculation forcée, on nivelle la position après s'être assuré qu'aucune erreur ou omission n'a été commise dans la notation des opérations.

Les positions particulières que tient le Service des Changes permettent également de vérifier les positions qu'établissent sur pièces les services de comptabilité. Dans beaucoup de Maisons de Banque, les comptables qui tiennent les comptes de monnaies étrangères, arrêtent leur position tous les matins à la date de la veille et l'on procède en cours de journée au pointage des deux positions afin de s'assurer de leur concordance. C'est là une mesure de prudence qui tend à prévenir les conséquences dommageables d'erreurs tardivement découvertes ; elle est particulièrement nécessaire pour le

(1) Voir Chapitre IV. Section 1^{re}.

compte de Londres dont les mouvements quotidiens atteignent un chiffre très élevé du fait que la plupart des transactions de change se font contre Londres et se traduisent ainsi chacune par une entrée et une sortie en compte Londres.

Le pointage des positions est un travail délicat parce que la position établie par la Comptabilité comprend, en plus des achats et ventes de la journée qui doivent se niveler les uns les autres, les soldes des différents comptes de monnaies étrangères de la Maison.

Une Banque peut, en effet, détenir des montants de monnaies étrangères pour son propre compte et pour celui de ses clients. Ces derniers demandent parfois de porter les devises qu'ils font acheter au crédit d'un compte-monnaie étrangère, en attendant de les utiliser (1). Ces « comptes-monnaies » peuvent également être alimentés par des remises. Quand les titulaires de ces comptes veulent disposer des sommes qui y figurent, ils se font en général délivrer des chèques par la Banque.

Les agences d'une Maison de Banque peuvent se faire ouvrir un ou plusieurs comptes-monnaie par leur Siège Social ce qui leur permet d'en ouvrir à leur tour aux clients qui le désirent ; toutefois, si leurs opérations en monnaies étrangères atteignent des chiffres élevés, elles ont convenance le plus souvent à faire choix de correspondants à l'Etranger avec qui elles travaillent directement.

Les sommes qui sont portées aux différents « comptes-monnaie » sont reprises dans les comptes de la Banque chez ses correspondants étrangers ou ses agences étran-

(1) En ouvrant un compte-monnaie à ses clients, la Banque leur notifie en général :

1° Que la somme est déposée à l'étranger, sous son nom, mais à leurs risques, dans telle Maison, sur telle place.

2° Que sauf accords à intervenir le moment venu, les paiements ne pourront avoir lieu qu'en la monnaie du compte et que sur la place de la Maison dépositaire.

3° Que le compte sera soumis aux lois, règlements et coutumes en vigueur sur cette place.

gères, si bien que les mouvements des « comptes-monnaie » se répercutent sur l'avoir de la Banque et que la position de cette dernière est influencée par leurs soldes quotidiens.

Les soldes accusés par les positions ne seront d'ailleurs pas égaux à ceux des comptes-monnaie. Les Banques travaillent avec leurs dépôts en monnaies étrangères comme avec leurs dépôts en francs et les positions doivent refléter les escomptes et les avances qui ont été consenties. Une des plus fréquentes de ces opérations est le « report en soi-même » sur lequel nous aurons occasion de revenir au cours de l'étude du marché à terme (1).

Le pointage d'une position chargée nécessite ainsi une très grande précision et beaucoup de méthode. Il peut faire découvrir soit des erreurs de comptabilité résultant de l'omission d'une écriture ou de sa mauvaise passation, soit le défaut de couverture d'une opération. Lorsqu'au cours du pointage on a défalqué toutes les annotations étrangères aux opérations de la journée, on doit se trouver en présence de chiffres attendus : néant, si toutes les opérations de la veille ont été couvertes, — un solde connu, si l'on est resté en spéculation forcée. On n'est assuré que la position est juste que si les deux positions concordent avec la marge d'approximation inévitable. C'est alors seulement qu'on a la certitude que les positions ne sont pas nivelées uniquement en apparence et qu'on n'est pas en spéculation involontaire sur un montant plus ou moins élevé de monnaies étrangères.

(1) Voir page 258.

CHAPITRE II

RÈGLEMENT DES AFFAIRES

Le règlement des affaires de change, comme celui de toutes les opérations commerciales, comporte, d'une part, la livraison par le vendeur à l'acheteur du montant de monnaie négocié, et, d'autre part, le paiement du prix convenu par l'acheteur au vendeur. Cependant, par suite de la nature spéciale de la chose vendue, le règlement entre Banques des Affaires de changes se poursuit suivant certains usages particuliers : le vendeur fait verser le montant de monnaie étrangère au correspondant à l'étranger de l'acheteur pour le compte de ce dernier et se fait payer à Paris sur présentation aux caisses de l'acheteur d'un bordereau spécial appelé « aval ». Ces deux opérations doivent avoir lieu le même jour, mais comme le versement à l'étranger ne peut s'effectuer qu'après un certain délai, variable suivant la distance, le règlement des opérations n'a lieu que quelques jours après la conclusion de l'affaire. Les délais de livraison, qu'on appelle « valeurs », ne sont pas librement fixés par les parties ; ils font l'objet d'une réglementation qui rentre parmi les usages de la place et dont on ne s'écarte qu'exceptionnellement.

SECTION PREMIÈRE

La valeur

Le système des valeurs est basé sur l'idée qu'une affaire étant conclue un certain jour, le vendeur expédie, le lendemain au plus tard, un ordre de versement par courrier ou par télégraphe et qu'un certain délai

proportionnel à la distance doit s'écouler avant que l'ordre de versement ainsi donné puisse atteindre le destinataire.

Sauf le cas particulier de monnaies d'outre-mer traitées « courrier » (dollars-courrier ou pesos-courrier, par exemple) on compense toujours les valeurs, c'est-à-dire qu'on applique la même valeur à la livraison de la monnaie vendue et au paiement du prix afin que la simultanéité de ces deux opérations évite toute différence d'intérêts.

Valeurs à Paris

A Paris, ces délais de livraison sont fixés par le Comité de l'Union Syndicale des Banquiers de Paris et de la Province, dont les décisions ne font que ratifier les usages généralement suivis sur la place.

On traite actuellement (1^{er} mai 1925) pour les affaires conclues contre Francs et quelle que soit l'heure à laquelle la transaction ait été faite :

Valeur deux jours, pour la Livre sterling, le Dollar-câble, les Francs Belges et Suisses et le Florin ;

Valeur trois jours, pour la Lire, la Peseta, le Mark, les Couronnes Scandinaves, le Schilling autrichien, le Peso-câble ;

Valeur quatre jours, pour l'Ecu Portugais, le Zloty, les Couronnes Tchéco-Slovaque et Hongroise, le Leu, le Dinar, la Leva, la Drachme, la Livre turque.

Par conséquent, le dénouement d'une transaction effectuée le lundi aura lieu le mercredi, s'il s'agit de Livres sterling, le jeudi, s'il s'agit de Pesetas, et le vendredi, s'il s'agit de Couronnes Tchéco-Slovaques.

Le règlement ne pouvant avoir lieu qu'un jour ouvrable, il en résulte que la valeur est reportée au premier jour ouvrable, lorsque la date de règlement tombe un dimanche ou un jour de fête légale, soit en France, soit dans le Pays de la monnaie négociée. C'est ainsi que des Francs Belges traités le vendredi, des Lires traitées le jeudi ou des Zloty traités le mercredi se règlent

le lundi suivant. De même, aucun règlement ne peut se faire, par exemple, à Paris, le 14 juillet, en raison de la Fête Nationale, ou à Londres, le premier lundi d'août, à cause du Bank Holiday.

Il est donc indispensable de connaître la liste exacte des jours fériés sur les différentes places, afin d'éviter les pertes d'intérêt résultant de l'application de mauvaises valeurs. Il faut tenir compte également des usages locaux. C'est ainsi, par exemple, qu'à New-York, certaines fêtes sont reportées au lundi lorsqu'elles tombent un dimanche. Il est à noter également qu'en Italie, les Banques n'effectuent pas de versements le samedi, mais acceptent de faire des virements et qu'ainsi une affaire de Lires traitées le mercredi se réglera le samedi ou le lundi suivant qu'on a ou non la possibilité de livrer par virement.

En général, les Banques font le nécessaire le jour même de l'opération afin d'assurer le versement à bonne valeur de la monnaie vendue ; c'est là une mesure de prudence destinée à éviter les conséquences préjudiciables de retards de transmission des ordres de versement. Cependant, les samedis et veilles de fêtes légales où les Banques ferment à midi, il est difficile de faire le nécessaire le jour même ; aussi l'usage s'est-il établi au cours de ces dernières années de ne régler que le mardi les affaires faites les samedis et veilles de fêtes légales en monnaies qui se traitent valeur deux jours ; ainsi, des florins négociés le samedi sont livrés et payés le mardi suivant. Quant aux monnaies qui se traitent valeur trois ou quatre jours, il est nécessaire que les parties se mettent d'accord pour décaler la valeur ou ne pas le faire, aucun usage très net ne s'étant établi sur ce point. Par contre, la présence d'un dimanche parmi les jours de valeur intermédiaires n'empêchera pas de régler régulièrement le lundi ou le mardi, les affaires traitées le jeudi précédent, valeur quatre jours, ou le vendredi précédent, valeur trois ou quatre jours.

Les valeurs ci-dessus rapportées s'entendent aussi bien pour le cas de versement par courrier que pour celui de versement par télégraphe, tout au moins en ce qui concerne les monnaies européennes, les délais de valeur ayant précisément été établis afin de donner aux lettres le temps d'arriver. Il est certain que les communications postales sont suffisamment rapides entre Paris, d'une part, et Londres, Bruxelles, Amsterdam, la Suisse, l'Italie et l'Espagne, d'autre part, pour qu'on puisse se contenter sans inconvénient d'envoyer les ordres de versement par lettres. Par contre, les délais impartis risquent d'être trop courts lorsqu'il s'agit des Pays scandinaves, de l'Europe Centrale ou des Balkans ; il est alors préférable de télégraphier, afin d'éviter les difficultés consécutives aux versements tardifs, — à moins que, le montant négocié étant peu élevé, on ne s'entende pour régler l'affaire valeur compensée quatre jours pour les Couronnes Scandinaves et sept jours pour les Zloty ou les monnaies des Pays Danubiens ou Balkaniques.

Quand il s'agit de monnaies d'outre-Atlantique, le système de la compensation des valeurs s'applique au « câble », mais non pas au « courrier ». Lorsqu'on a fait du « courrier », on ne peut prévoir exactement le jour où le versement sera effectué ; il faut tenir compte, en effet, des départs et des arrivées des paquebots et de leurs retards toujours possibles. Comme on ne sait pas la date à laquelle l'ordre de versement envoyé par courrier parviendra à New-York ou à Buenos-Ayres, il est peu pratique de compenser les valeurs, aussi le paiement du prix a lieu, à Paris, dès le lendemain du jour où l'affaire a été conclue. Si l'acheteur a demandé au vendeur de lui délivrer un chèque, le chèque doit être livré le soir même et le paiement effectué le lendemain (1).

(1) La perte d'intérêt que supporte l'acheteur du fait qu'il paie les dollars-courrier ou les pesos-courrier plusieurs jours avant de pouvoir les utiliser, explique, concurremment avec l'économie des frais de câble, pourquoi le courrier est moins cher que le câble.

Sur les places de province, les usages relatifs aux valeurs sont en général les mêmes qu'à Paris. Il est à noter cependant qu'à Marseille, en raison de l'éloignement, on traite sur place la Livre sterling, valeur trois jours. Toutefois, lorsqu'une Maison de Marseille fait du Londres avec une Maison de Paris, l'usage de Paris l'emporte et l'opération est réglée le surlendemain.

Valeurs à Londres

Les jours de valeurs sont fixés à Londres par le « Committee of London Bankers ». Ils ne sont pas exactement les mêmes qu'à Paris.

On traite, en effet, actuellement (15 avril 1925) :

Valeur deux jours : les Francs Français, Belges ou Suisses, le Florin, la Peseta, les Couronnes Scandinaves, les Dollars-câble et le Peso-câble ;

Valeur trois jours : la Lire, le Mark, la Couronne Tchéco-Slovaque et le Schilling Autrichien ;

Valeur sept jours : le Leu et la Drachme.

A Londres comme à Paris, le règlement est retardé jusqu'au prochain jour ouvrable, lorsque la date à laquelle il devrait être fait se trouve être un dimanche ou un jour de fête légale dans un des deux Pays intéressés.

Quant aux affaires qui sont conclues les samedis et veilles de fêtes légales en monnaies réglées valeur deux jours, on ne reporte, à Londres, le règlement au mardi que pour les Francs Français et Belges. D'ailleurs, l'usage de traiter le Paris et le Bruxelles « two working days » est encore récent ; il n'a été admis que par décision du Committee en date du 15 avril 1925, en même temps qu'a été réduite de 7 à 3 jours la valeur du Schilling Autrichien.

Le dénouement des affaires en Dollars-courrier ou en Pesos-courrier se poursuit à Londres et à Paris dans des conditions identiques. Londres applique même ce procédé de règlement à certaines monnaies européennes

lorsque la valeur est trop rapprochée pour qu'un ordre de versement puisse s'acheminer par courrier en temps utile. C'est ainsi qu'au lieu de régler les Couronnes Scandinaves, valeur compensée deux jours et les Couronnes Tchéco-Slovaques, valeur compensée trois jours, le vendeur encaisse le plus souvent la contrevaletur en Livres sterling dès le lendemain du jour de l'opération, quitte à faire à l'acheteur un prix en conséquence.

Valeurs à Bruxelles

A Bruxelles, les valeurs sont dans plusieurs cas, plus lointaines encore qu'à Paris.

On y traite actuellement (mars 1926) :

Valeur deux jours : la Livre sterling, le Franc Français, le Florin et le Dollar-câble U. S. A. (\$ 5.000 au moins) ;

Valeur trois jours : le Mark et le Franc Suisse ;

Valeur quatre jours : la Peseta, la Lire et les Couronnes Scandinaves ;

Valeur cinq jours : la Couronne Tchéco-Slovaque ;

Valeur six jours : le Schilling Autrichien ;

Valeur sept jours : le Leu ;

Valeur dix jours : le Zloty ;

Valeur quatorze jours : le Dollar-chèque U. S. A. ;

Valeur dix-huit jours : le Dollar-chèque Canadien.

De même qu'à Londres et à Paris, le règlement qui devrait avoir lieu un dimanche ou un jour de fête légale dans un des deux Pays intéressés, est reporté au premier jour ouvrable.

A Bruxelles, l'usage est de traiter la Livre sterling, le Franc Français et le Florin, valeur deux jours ouvrables et, par suite, de reporter au mardi le règlement des affaires faites en ces monnaies les samedis et veilles de fête légale.

Par des particularités de la place de Bruxelles, on traite à de longues valeurs compensées les dollars-chèque U. S. A. et Canadien et on retarde d'un jour le dé-

nouement des affaires conclues après 17 heures, ces affaires étant réputées faites le lendemain.

Différences de valeurs. — Quand on opère sur une place, usance d'une autre place, on applique par voie de conséquence, les valeurs pratiquées sur cette dernière place. C'est ainsi qu'on doit régler valeur deux jours l'Espagne ou les Couronnes Scandinaves traitées contre Londres à Paris.

Il en résulte que des différences de valeurs impossibles à éviter se produisent pour certaines monnaies, lorsque l'opération faite sur place contre monnaie nationale est dénouée par une opération faite sur place, usance d'une place étrangère, ou même sur cette dernière place. Le cas se présente, par exemple, quand on achète de l'Espagne contre Paris et qu'on la vend contre Londres.

Des différences de valeurs se produisent également lorsqu'un versement est fait en retard. Dans ce cas, l'acheteur est en droit de réclamer des intérêts de retard, à moins que le retard ne lui soit imputable (1).

SECTION II

Les Versements

Les monnaies ne circulent dans un Pays autre que le leur que pour des montants peu élevés. Comme les opérations de change traitées entre Banques atteignent des chiffres élevés, il ne saurait être question de livrer les monnaies vendues sous forme d'espèces. Le montant négocié par le vendeur figure au crédit de son compte chez un de ses correspondants à l'Etranger. Pour livrer ce montant à l'acheteur, il pourrait évidemment tirer un chèque à l'ordre de ce dernier, mais ce mode de règlement est très peu usité maintenant entre les Banques. La livraison se fait avec une plus grande facilité au moyens de versements, le vendeur donnant à son correspondant l'ordre de verser un certain montant au

(1) Voir page 150.

correspondant de l'acheteur pour le crédit du compte de ce dernier. La livraison s'effectue ainsi par l'entremise des deux correspondants et ne nécessite en général aucun mouvement de fonds grâce au mécanisme des paiements par compensation.

Le système atteint son plus grand degré de simplification, lorsque les deux parties ont un correspondant commun. La livraison se bornera alors à un virement d'un compte à l'autre sur les livres de ce correspondant.

Afin de permettre au vendeur de donner à son correspondant les instructions convenables, l'acheteur doit indiquer à chaque opération le nom du correspondant chez lequel il entend être reconnu. De plus, l'acheteur demande en général au vendeur le nom du correspondant par lequel il fera verser ; cette précision lui est souvent indispensable pour lui permettre d'appliquer sans recherches les avis de crédit qui lui parviennent.

Lorsque l'affaire a été conclue par l'entremise d'un Courtier, ce dernier doit indiquer aux parties les noms de leurs correspondants réciproques. Elles n'ont pas à s'en enquérir directement les unes auprès des autres.

Quand on traite sur place, on ne s'inquiète guère des correspondants au moment où l'on traite puisqu'on aura la possibilité, en cours de journée, d'obtenir instantanément le renseignement manquant. Par contre, lorsqu'on traite avec les autres places, il est prudent de réclamer sur le champ les précisions nécessaires, étant donné qu'on ne sait jamais quand viendra la prochaine communication téléphonique. Comme ces indications de correspondants font perdre un temps précieux, beaucoup de Banques s'envoient les unes aux autres la liste de leurs correspondants sur les différentes places et il est entendu une fois pour toutes qu'on se conformera aux instructions qui y figurent, sauf en cas de dérogation formellement convenue.

Il est indispensable également de s'entendre sur la place où devra avoir lieu la livraison lorsqu'il s'agit de

monnaies de Pays comportant plusieurs places de change. C'est ainsi que, pour la Belgique, on peut faire du Bruxelles ou de l'Anvers, pour l'Espagne, du Madrid ou du Barcelone, et pour l'Italie, du Milan, du Gênes ou parfois du Rome.

Les ordres de versement sont établis par le vendeur qui les expédie au correspondant intéressé, soit par courrier, soit par télégraphe. La plupart de ces lettres et de ces dépêches partent le jour même afin que le correspondant soit atteint, autant que possible, la veille du jour où il aura à effectuer le versement. De son côté, l'acheteur écrit à son correspondant pour l'aviser du versement et demander crédit.

Lorsqu'on traite usance Londres, chaque partie doit établir un ordre de versement et une demande de crédit puisque l'intervention des correspondants est nécessaire, dans ce cas, aussi bien pour le paiement du prix que pour la livraison de la monnaie négociée.

La rédaction de ces documents diffère naturellement suivant qu'il s'agit de versements ou de virements.

Supposons que le 20 avril 192N, la Maison A & C°, de Paris, ait vendu à la Maison B & C°, également de Paris, £ 10.000, Fr. B. 250.000, \$ c/ Paris 25.000 et \$ c/ Londres 100.000.

Appelons M. & C°, le correspondant à Londres de A. & C° et N. & C°, celui de B. & C°, — S. & C° leur correspondant commun à Bruxelles — P. & C°, le correspondant à New-York de A. & C° et R. & C°, celui de B. & C°.

Le règlement des quatre affaires ci-dessus nécessitera l'envoi des ordres de versement et demandes de crédit suivants :

1° Vente de £ 10.000.

Ordre de versement adressé par courrier par A. & C° à M. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs M. & C°,
Londres.

Nous vous prions de verser le 22 courant à MM. N.
& C°, de votre ville, d'ordre et pour compte de MM. B.
& C°, d'ici :

£ 10.000 (dix mille Livres sterling).
dont vous débiterez notre compte sous avis.

A. & C°.

Demande de crédit adressée par courrier par B. & C°
à N. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs N. & C°,
Londres.

Nous vous informons que MM. M. & C°, de votre ville,
vous verseront le 22 courant pour notre compte, d'ordre
de MM. A. & C°, d'ici :

£ 10.000 (dix mille Livres sterling).
dont veuillez nous reconnaître sous avis.

B. & C°

2° Vente de Fr. B. 250.000 :

Ordre de virement adressé par courrier par A. & C°
à S. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs S. & C°,
Bruxelles,

Nous vous prions de virer au crédit du compte chez
vous de MM. B. & C°, d'ici :

Fr. B. 250.000 (un quart million de Francs Belges).
valeur 22 courant, par le débit de notre compte sous
avis.

A. & C°.

Demande de crédit adressée par courrier par B. & C°
à S. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs S. & C°,
Bruxelles.

Nous vous informons que MM. A. & C°, d'ici, vous feront virer au crédit de notre compte chez vous :

Fr. B. 250.000 (un quart million de Francs Belges).
valeur 22 courant, dont veuillez nous reconnaître sous avis.

B. & C°.

3° Vente de \$ 125.000 dont 25.000 contre Paris & 100.000 contre Londres :

Supposons que les \$ c/ Londres ont été vendus à 486, c'est-à-dire moyennant £ 20.576-2-7.

Ordre de versement de \$ adressé par A. & C° à P. & C° par câblogramme codifié se lisant comme suit :

20 avril 192N. — Débitant notre compte, versez le 22 courant \$ 125.000 à R. & C°, à New-York, d'ordre et pour compte de B. & C°, à Paris (1).

Demande de crédit en \$ adressé par courrier par B. & C° à R. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs R. & C°,
New-York.

Il vous aura été versé le 22 avril pour notre compte, par MM. P. & C°, de votre ville, d'ordre de MM. A. & C°, d'ici :

\$ 125.000 (cent vingt-cinq mille dollars).
dont vous nous aurez reconnus sous avis.

B. & C°.

Demande de crédit en £ adressée par courrier par A. & C° à M. & C° :

(1) S'il s'était agi de dollars-courrier, A & C° se seraient bornés à écrire à P & C° en les priant de verser « à réception de la présente lettre ».

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs M. & C°,
Londres.

Nous vous informons que MM. N. & C°, de votre ville, vous verseront le 22 courant, pour notre compte, d'ordre de MM. B. & C°, d'ici :

£ 20.576-2-7 (vingt mille cinq cent septante six
Livres deux shillings sept pence sterling),
dont veuillez nous reconnaître sous avis.

A. & C°.

Ordre de versement en £ adressé par courrier par B. & C° à N. & C° :

Paris, le 20 avril 192N.

Messieurs N. & C°,
Londres.

Nous vous prions de verser le 22 courant à MM. M. & C° de votre ville, d'ordre et pour compte de MM. A. & C°, d'ici :

£ 20.576-2-7 (vingt mille cinq cent septante six
Livres deux shillings sept pence sterling),
dont vous débiterez notre compte sous avis.

B. & C°.

SECTION III

L'aval

La contrevaletur en Francs des montants de monnaies étrangères vendus sur place est encaissée sur la présentation par le vendeur d'un bordereau spécial appelé aval. Il est établi un aval au nom de chaque acheteur, mais cet aval comprend toutes les opérations traitées avec lui valeur le même jour.

Si les deux Maisons contractantes ne font pas partie de la Chambre de Compensation, l'aval est présenté le matin aux caisses de l'acheteur qui remet en échange un mandat rouge de virement sur la Banque de France. Par

ce moyen, le vendeur obtient crédit le jour même dans son compte chez la Banque de France.

Lorsque les deux Maisons en présence font partie de la Chambre de compensation, l'aval est présenté au « chambrier » de l'acheteur et son montant est repris dans la compensation du jour.

Dans les deux cas, le règlement des opérations de change se fait sans mouvement d'espèces, ni même établissement de chèques, mais uniquement par la passation d'écritures en comptes.

La fiscalité française tendant à favoriser le plus possible les paiements sans intervention de billets de banque, l'aval se trouve exempté du timbre de quittance, soit par l'article 8 de la loi du 31 décembre 1924, qui a exempté du droit de timbre les quittances de sommes réglées par voie de chèques ou de virements, soit par une décision en date du 15 avril 1925 du Ministre des Finances étendant cette exemption aux quittances constatant des règlements opérés par l'entremise de la Chambre de Compensation.

En reprenant l'exemple ci-dessus donné, l'aval qu'établirait le Maison A. & C^o au nom de la Maison B. & C^o pourrait être rédigé comme suit :

A. & C^o

Paris.

Vendu à MM. B. & C^o à Paris :

20 avril	£ 10.000 à 150,00 Fr.	1.500.000 »
—	\$ 25.000 à 30,00 —	750.000 »
—	Fr. B. 250.000 à 100,00 —	250.000 »
		Fr. 2.500.000 »

Arrêté à la somme de deux millions cinq cent mille francs à passer en Chambre de Compensation de ce jour.

Paris, le 22 avril 192N.

A. & C^o

Pour les opérations faites avec les autres places, il n'est pas possible au vendeur de présenter aval à l'acheteur. Les parties doivent donc convenir du mode de paiement à adopter. Il est exceptionnel que l'acheteur remette un chèque au vendeur et, en général, il fait opérer un versement aux caisses de ce dernier par l'entremise de son correspondant à Paris. Ce versement, comme tous les paiements entre Banques de sommes élevées, se fait sous forme de mandat rouge.

Lorsque le versement de la monnaie étrangère vendue a été tardif, sans que le retard soit imputable à une faute de l'acheteur, et que néanmoins l'aval a été présenté et payé à bonne valeur, il se trouve qu'en fait, les valeurs ne sont pas compensées. L'acheteur est en droit de réclamer au vendeur des intérêts de retard pour se dédommager du préjudice subi.

L'acheteur établit un aval au taux des intérêts débiteurs chez son correspondant à l'étranger. Il en résulte une perte sèche pour le vendeur qui ne récupère chez son propre correspondant que des intérêts créditeurs moins élevés.

Ces difficultés ne s'élèvent pas lorsque la livraison se fait par virement chez un correspondant commun qui applique la valeur qu'on lui indique, rétroactivement si cela est nécessaire. Il faut faire une exception cependant pour les Etats-Unis, les Banques américaines se refusant à cette pratique complaisante.

CHAPITRE III

LA CONSTATATION ÉCRITE DES AFFAIRES

Il est indispensable de consigner par écrit les clauses des contrats de change conclus verbalement, en raison de l'importance des engagements qu'ils comportent. Cette constatation écrite des affaires se fait au moyen d'arrêtés et de lettres de confirmation (1).

SECTION PREMIÈRE

Les arrêtés.

Les affaires que traite une Maison de Banque sont notées au fur et à mesure de leur conclusion ; mais les documents sur lesquels elles sont ainsi consignées, constituent des pièces d'ordre intérieur qui n'ont pas à être communiquées et ne sont opposables à personne.

Il en est autrement des arrêtés qui sont établis par les courtiers pour les affaires faites par leur entremise et par les parties elles-mêmes pour les affaires traitées en Bourse directement.

Les arrêtés de change sont des fiches de papier fort ou de carton léger portant le nom de la Maison de Banque ou de Courtage qui les utilise. On y inscrit succinctement au crayon les clauses de l'opération : date, mon-

(1) Il pourrait paraître plus logique de procéder à l'examen des arrêtés et des confirmations avant d'exposer le règlement des affaires, mais comme ce sont ces documents qui stipulent la valeur et le mode de versement, il est nécessaire d'expliquer au préalable ce qu'on entend par ces termes.

tant, cours, valeur, contrepartie, correspondants, courtage.

Arrêtés établis par les Courtiers :

Pour chaque affaire traitée par leur entremise, les courtiers rédigent deux arrêtés et les font parvenir, l'un au vendeur et l'autre à l'acheteur, le jour même sauf dans le cas où il s'agit d'opérations conclues tardivement.

Pour les affaires traitées sur place, les courtiers font porter les arrêtés aux Maisons intéressées plusieurs fois au cours de la journée ou les remettent eux-mêmes en Bourse aux représentants de ces Maisons. Certains courtiers cependant expédient par la poste les arrêtés concernant les affaires faites après Bourse. Lorsqu'en vérifiant les arrêtés qu'il reçoit au bureau, le Service des Changes s'aperçoit qu'ils ne sont pas conformes à ce qui a été entendu, il se met en communication avec les courtiers et, après explications, rectifie les arrêtés ou les leur retourne.

Les courtiers de province établissent eux aussi des arrêtés, mais la transmission de ces documents aux Maisons de Banque de Paris ne peut avoir lieu que par la Poste. Il en résulte que ces arrêtés parviennent aux Maisons destinataires le lendemain ou le surlendemain du jour où l'opération a été conclue. Dans ces conditions, les Maisons de Paris se trouvent dans la nécessité de faire partir la plupart de leurs ordres de versement avant d'avoir en mains les arrêtés de courtiers relatifs aux opérations dont elles assurent ainsi le dénouement.

Le courtage n'est indiqué que sur la fiche de la partie qui le paie et l'aval est présenté ou acquitté sans déduction du courtage. La Maison qui ainsi a encaissé une somme supérieure ou payé une somme inférieure à celle qui correspond au cours auquel elle a traité avec le courtier, bonifie la différence à ce dernier dans son compte de courtage.

En supposant que les £ 10.000 vendues à 150,00 par la Maison A. & C° à la Maison B. & C° l'aient été par l'entremise de F. & G., courtiers, qui ont prélevé un courtage de 5 centimes des deux côtés, les arrêts adressés aux deux Maisons par F. & G. seraient libellés de la manière suivante :

<u>A & C°</u> Vendu à B £ 10.000 à 149,95 aval à 150,00 Valeur 22 par M à N 20/4 F & G Courtiers de change Adresse N° de téléphone	<u>B & C°</u> Acheté de A £ 10.000 à 150,05 aval à 150,00 Valeur 22 par M à N 20/4 F & G Courtiers de change Adresse N° de téléphone
--	--

Arrêts établis par les Maisons de Banque :

Pour les affaires conclues directement en Bourse entre les Banques, chaque partie établit elle-même un arrêt où elle décrit l'opération qu'elle a faite.

Les arrêts étant en ce cas établis par chacun des contractants, il est prudent de s'assurer sans délai de

l'accord de l'autre partie. Dans ce but, la plupart des Maisons font procéder, pendant la Bourse, au pointage de leurs arrêtés. Parmi les employés que chaque Maison fait entrer dans la Salle des Changes, figure un « pointeur », dont la mission est notamment de préparer les arrêtés et de les comparer avec ceux des pointeurs des autres Maisons. Lorsque les arrêtés sont conformes, les pointeurs se les visent réciproquement ; lorsqu'un désaccord apparaît, ils en réfèrent aux cambistes qui ont traité l'affaire. La difficulté porte généralement sur le montant négocié ou sur le cours ; on la résout alors, en général, en partageant la différence par moitié. Le pointage des arrêtés fait également découvrir les erreurs de contrepartie qui proviennent de ce qu'à la corbeille, le représentant d'une Maison croit avoir pris ou donné un montant au représentant d'une autre Maison alors qu'en réalité, ce dernier a traité avec un de ses voisins.

Le visa des arrêtés n'est pas dénué d'importance ; il serait, en effet, assez délicat pour une Maison de se dérober au vu d'un arrêté visé par son pointeur, quoique ce visa consiste le plus souvent en un paraphe au crayon apposé par un employé n'ayant pas de signature autorisée. La portée des arrêtés visés explique que plusieurs représentants de Maisons entendent viser eux-mêmes les arrêtés présentés par les Maisons avec lesquelles ils ont traité. Comme ce procédé n'est pas pratique pour des Maisons qui travaillent beaucoup, certaines Maisons importantes dont les relations de change atteignent des chiffres élevés, ont pris l'habitude d'échanger leurs arrêtés afin de détenir un document émanant de leur contrepartie.

Lorsque certains arrêtés n'ont pu être visés ou échangés à la Bourse — ce qui est le cas notamment des arrêtés relatifs aux affaires conclues en fin de séance — on téléphone après Bourse aux Maisons avec qui on a traité, afin de s'assurer de leur accord.

Le souci qu'ont les Maisons qui ont opéré directement d'éliminer toute chance d'erreur, s'explique par le fait

que les ordres de versement assurant le règlement des affaires sont établis sur le vu des arrêtés. Il est, en effet, impossible, sous peine d'encourir des intérêts de retard, d'attendre l'arrivée des lettres de confirmation pour donner aux correspondants les instructions convenables.

En supposant que les 250.000 Francs Belges vendus à 100,00 par la Maison A. & C° à la Maison B. & C° l'aient été directement en Bourse, les pointeurs de ces Maisons auraient libellé leur arrêté de la manière suivante :

V à B	A de A
Belg. 250.000	Belg. 250.000
à 100.00	à 100.00
Virt. S	Virt. S
v/22	v/22
20/4	20/4
A. & C°	B. & C°
Paris	Paris

Les arrêtés relatifs aux opérations usance Londres sont rédigés de la même manière que ceux relatifs aux opérations contre Francs. Leur seule particularité est d'indiquer quatre correspondants au lieu de deux, puisqu'il y a lieu pour les parties de prévoir la livraison des Livres sterling données et reçues en paiement.

SECTION II

Les confirmations.

Les opérations de change sont confirmées par échanges de lettres revêtues de signatures autorisées.

Cette précaution est indispensable lorsqu'il n'existe pas d'arrêté, soit que l'affaire ait été traitée avec un client, soit qu'elle l'ait été directement avec un correspondant de France ou de l'Etranger. Il est d'ailleurs prudent, lorsqu'une transaction importante a été conclue avec une autre place, de la confirmer immédiatement par télégramme codifié ne comprenant que des mentions succinctes : sens de l'affaire, montant et cours (1).

L'utilité des confirmations est moins certaine lorsqu'on a entre les mains un arrêté de courtier, un arrêté visé par l'autre partie ou surtout un arrêté émanant de cette dernière. Il fut question à un certain moment de supprimer les confirmations dans ce dernier cas, afin de diminuer le nombre des formalités consécutives aux opérations de change. Cette proposition rencontra l'opposition d'un grand nombre de maisons et ne fut adoptée que par quelques-unes d'entre elles pour leurs relations réciproques.

Les confirmations doivent être expédiées, en principe, le jour même de l'opération.

Lorsqu'il est pratiquement impossible de faire partir le jour même toutes les confirmations, on diffère de préférence celles qui concernent des opérations ayant fait l'objet d'arrêtés échangés ou tout au moins visés, les chances d'erreurs étant relativement faibles en pareil cas.

(1) Afin de diminuer de moitié les frais de télégraphe, les Banques qui sont en relations de change, conviennent, en général, de ne pas échanger de télégrammes, mais de confirmer unilatéralement et tour à tour les affaires conclues entre elles, l'une confirmant les opérations faites les lundis, mercredis et vendredis, l'autre, celles faites les mardis, jeudis et samedis.

Le libellé des confirmations reprend sous une forme épistolaire, les différentes clauses dont les parties sont convenues en traitant.

Les affaires faisant l'objet des arrêtés ci-dessus reproduits seraient confirmées dans les termes suivants ou dans des termes analogues :

Lettre de A. & C^o à B. & C^o :

A. & C^o,
Paris, le 20 avril 192N.
Paris.

Messieurs B. & C^o,
PARIS.

Messieurs,

Nous vous confirmons les opérations que nous avons traitées avec vous aujourd'hui :

1^o Nous vous avons cédé par l'entremise de MM. F. & G., Courtiers à Paris :

£ 10.000 que nous ferons verser le 22 avril par MM. M. & C^o à MM. N. & C^o, à Londres.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 150,00.

2^o Nous vous avons cédé directement :

Fr. Belges 250.000 que nous ferons verser le 22 avril par virement chez MM. S. & C^o, à Bruxelles.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 100,00.

Agréez, etc...

A. & C^o.

Lettre de B. & C^o à A. & C^o :

B. & C^o,
Paris, le 20 avril 192N.
Paris.

Messieurs A. & C^o,
PARIS.

Messieurs,

Nous vous confirmons les opérations que nous avons traitées avec vous aujourd'hui :

1° Vous nous avez cédé par l'entremise de MM. F. & G., Courtiers, à Paris :

£ 10.000 que vous ferez verser le 22 avril par MM. M. & C° à MM. N. & C°, à Londres.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 150,00.

2° Vous nous avez cédé directement :

Fr. Belges 250.000 que vous ferez verser le 22 avril par virement chez MM. S. & C° à Bruxelles.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 100,00.

Agréé, etc...

B. & C°.

Afin d'éviter les pertes de temps, le Service des Changes de beaucoup de Maisons est muni de cahiers composés des différents documents afférents à une opération de change (1) qui peuvent ainsi être dactylographiés simultanément.

(1) Ces documents sont la lettre de confirmation, l'ordre de versement ou la demande de crédit, l'aval ou l'ordre de paiement, la fiche de comptabilité et la minute.

CHAPITRE IV

LES DIFFÉRENTS GENRES D'AFFAIRES

Les opérations que traite le Service des Changes d'une Maison de Banque, peuvent être classées en deux catégories, l'une comprenant les affaires de clientèle et l'autre, les affaires d'arbitrage.

Les premières permettent au Commerce et à l'Industrie, soit de se procurer les moyens de change nécessaires, soit de réaliser leurs avoirs en monnaies étrangères. Elles présentent ainsi l'utilité d'assurer la couverture des transactions commerciales ou industrielles avec l'Etranger.

Les affaires d'arbitrage ont pour objet de profiter de l'écart existant simultanément entre les cours d'une monnaie sur deux marchés différents pour acheter sur une des places et vendre sur l'autre. Ce qui caractérise une opération d'arbitrage est d'être défaite aussitôt faite. Ces opérations ont le résultat de niveler les cours entre les marchés en raréfiant la monnaie arbitrée sur la place où elle est abondante afin d'en approvisionner celle où elle fait défaut.

Il est certain que la distinction entre affaires de clientèle et affaires d'arbitrage est d'ordre plus théorique que pratique. Dans la réalité des faits, ces deux genres d'affaires s'entremêlent continuellement, une affaire de clientèle pouvant, en position, servir de contrepartie à une affaire d'arbitrage et inversement. De même, une affaire peut être une affaire d'arbitrage du point de vue d'une des parties contractantes, et une affaire de clientèle, du point de vue de l'autre ; il est d'ailleurs inévitable qu'il en soit ainsi à un moment donné, toutes les

opérations de change aboutissant, en fin de compte, à la couverture d'opérations commerciales et l'arbitrage étant le type des opérations intermédiaires qui assurent au marché l'élasticité nécessaire.

Il est toutefois préférable, pour la clarté d'une exposition, de maintenir la distinction proposée entre les affaires de clientèle et les affaires d'arbitrage et de consacrer des explications séparées à ces deux catégories de transactions (1).

SECTION PREMIÈRE

Affaires de clientèle.

Sauf dans le cas où des clients, par suite d'accords spéciaux, sont admis à entretenir des rapports directs avec le Service des Changes, ce Service n'est pas en communication avec la clientèle. Les instructions qui émanent de la clientèle sont reçues, soit par d'autres Services de la Maison, soit par les Agences de la place ou des autres places. C'est avec ces Services ou ces Agences que traite le Service des Changes sans avoir à connaître pour compte de qui ils opèrent. Il en est de même, à plus forte raison, des Maisons de Banque de province avec qui le Service des Changes travaille, soit directement, soit par courtiers.

La clientèle cambiste du Service des Changes comprend ainsi d'autres Services de la Maison, les Agences de Paris ou de Province, des Maisons de Banque de Province et, enfin, les Maisons de Commerce avec lesquelles il est en relations directes.

(1) Quant aux opérations effectuées dans un but spéculatif, il y a lieu de remarquer qu'elles sont interdites par la réglementation en vigueur aussi bien aux Maisons de Banque qu'aux Maisons de Commerce et qu'au surplus, elles ne comportent aucune technique particulière. En effet, après avoir pris position dans un sens à un certain moment, il faut, quand on se décide à sortir de spéculation, effectuer une opération en sens inverse. Il est d'ailleurs évident que les deux éléments d'une opération spéculative peuvent très bien se combiner avec des affaires de clientèle ou d'arbitrage.

Les opérations qu'il effectue avec ces différents clients se présentent dans des conditions distinctes suivant qu'il s'agit d'affaires traitées ferme ou d'ordres à exécuter.

Affaires traitées ferme.

Lorsque le Service des Changes traite ferme avec ses clients, c'est-à-dire lorsque l'affaire est conclue définitivement pour un montant et à un cours déterminés, la transaction ne peut être conclue que verbalement. Le Service des Changes ne peut pas, en effet, laisser d'options à ses clients en raison des fluctuations du marché et il est obligé de leur demander des réponses immédiates. La quasi-totalité des affaires est ainsi conclue au téléphone. D'un autre côté, il est impossible de revenir sur une affaire traitée ferme. En effet, dès que le client lui a donné son accord, le Service des Changes doit se couvrir sur le marché par une opération en sens inverse de celle qu'il a conclue avec le client ; il ne pourrait donc consentir à l'annulation de cette dernière qu'en dénivellant sa position.

Le Service des Changes se porte toujours contrepartie de son client. Aucune difficulté ne semble pouvoir s'élever à ce sujet, la manière dont les affaires traitées ferme sont conclues excluant nettement toute idée de mandat.

Lorsque le client interroge le Service des Changes, il lui demande toujours comment il traite. Le client tient naturellement à ne pas se découvrir prématurément et avant de proposer une affaire, il désire savoir comment on peut lui prendre et lui donner la monnaie qui l'intéresse.

Pour lui faire des propositions, le Service des Changes ne peut que se porter acheteur à un prix inférieur et vendeur à un prix supérieur à ceux qui sont au même moment pratiqués sur le Marché (1). Si, par exemple,

(1) Si le Service des Changes se portait acheteur et vendeur au cours exacts du marché, il ferait une affaire blanche s'il se couvrirait immédiatement ou bien spéculerait sur une opportunité favorable, s'il restait à découvert.

le Londres vaut sur le Marché 25 demandé à 30 offert, il pourra annoncer au client qu'il traite le Londres 20 à 35, ce qui signifie qu'il s'engage à lui en prendre à N,20 et à lui en donner à N,35.

Il est évident que cet engagement n'a pas une durée indéfinie. Le cambiste qui téléphone avec le client se fait tenir au courant des oscillations du marché. Tant que ses propositions n'ont pas été acceptées, il les annule à chaque changement de cours et les remplace par d'autres qui correspondent au nouvel état du Marché.

Les cours faits au client ne s'entendent pas pour n'importe quel montant. D'ailleurs, pour plus de sûreté, le Service des Changes prend la précaution, chaque fois que le marché est creux ou agité, d'indiquer pour quel montant au plus, il entend s'engager. C'est ainsi que dans l'exemple ci-dessus, le cambiste de Paris avertirait, s'il y a lieu, son interlocuteur qu'il traite 20 à 35 pour deux à trois mille Livres sterling seulement et, si ce dernier lui prenait ou lui donnait un montant supérieur, il serait en droit de repousser l'affaire ou, tout au moins, de la réduire à la somme qu'il avait fixée. Quant aux montants plus faibles que la limite inférieure usuelle des négociations sur le marché (£ 1.000 — \$ 10.000 contre Paris — Fr. B. 100.000), il est en général entendu une fois pour toutes que les cours annoncés ne les concernent pas.

La marge que le Service des Changes doit se réserver à l'achat et à la vente est évidemment plus ou moins large suivant l'état du marché au moment de la communication. Il y a toujours lieu, en effet, de redouter qu'une saute de cours se produise à l'instant où l'on traite et qu'on se trouve collé faute d'une marge suffisante. Lorsque le marché est mauvais, on est donc obligé de faire un écart élevé entre son cours acheteur et son cours vendeur. C'est ainsi que, pendant l'été de 1926, cet écart atteignait fréquemment un franc pour le Londres alors que, pendant l'été de 1925, on pouvait tra-

vailler cette monnaie à peu près tout le temps avec un écart de 5 centimes.

La marge dépend aussi de l'importance du montant pour lequel on a opéré. Il y a lieu, en effet, de l'augmenter quand il s'agit d'un montant trop faible pour être immédiatement dénoué, puisqu'on est dans la nécessité soit d'attendre pour se couvrir, soit de faire une concession pour le négocier sans délai. Inversement, il faut prendre la même précaution quand on traite pour un montant très élevé, les jours où, le marché étant creux, on fait monter ou baisser les cours dès que l'on essaie de placer ou de trouver quelques milliers de Livres sterling.

La marge que l'on prend entre le cours pratiqué sur le marché et celui auquel on traite avec le client permet de retirer un bénéfice. Le bénéfice ainsi attendu sera naturellement modifié dans un sens ou dans l'autre si l'on se couvre à un cours différent de celui sur lequel on tablait.

Il convient d'ailleurs de remarquer que l'écart existant en fait entre le prix auquel on a traité avec le client et celui auquel on a dénoué sur le marché, constitue un bénéfice brut. Sur les bénéfices bruts ainsi réalisés pendant l'exercice social, il y a lieu de déduire les frais de courtage et de téléphone, ainsi que les pertes provenant des affaires malheureuses.

Il n'est pas toujours possible de faire deux cours au client. Lorsque le marché n'est que dans un sens, le Service des Changes ne peut que se porter acheteur vis-à-vis de son client, si le marché est lui-même acheteur, ou vendeur, si le marché est vendeur. Il est, en effet, dangereux de se porter vendeur quand il n'y a pas d'offre sur le marché, ou acheteur quand il n'y a pas de demandes même en prenant une marge considérable, à moins d'avoir des rentrées en position dans le premier cas ou des sorties dans le second. En dehors de ces occasions favorables, le Service des Changes ne peut que se confor-

mer à la tendance actuelle des cours. Comme le client est d'ailleurs généralement dans le même sens que le marché, il n'est pas facile de combiner des affaires à moins d'un revirement du marché au cours de la communication téléphonique. La seule ressource pour le client, à défaut d'opportunité favorable, est de laisser un ordre entre les mains de la Banque tout au moins jusqu'à la prochaine communication.

Ordres à exécuter.

Les ordres à exécuter se répartissent en ordres au mieux et en ordres à cours limité, suivant que les instructions du donneur d'ordre contiennent ou ne contiennent pas de limite d'exécution.

Les ordres à exécuter sont reçus par le Service des Changes à tout moment de la journée, par courrier, par téléphone ou par télégraphe. La plupart des télégrammes qui lui parviennent en Bourse ne contiennent que des ordres.

Ordres au mieux.

Il n'existe aucune réglementation légale concernant l'exécution des ordres au mieux. Aucun texte ne précise davantage le mode et l'importance de la rémunération des intermédiaires. Afin de remédier aux difficultés que peut engendrer cette absence de précisions, les Banques prennent en général la précaution d'aviser leurs clients, en entrant en rapports avec eux, des conditions dans lesquelles acceptent les ordres au mieux.

La plupart des Banques a l'habitude, à défaut d'instructions contraires, d'exécuter en Bourse les ordres au mieux. Il n'existe d'ailleurs aucune obligation pour elles de le faire. C'est ainsi qu'un arrêt de la Cour d'appel de Paris du 26 janvier 1923 (1) déclare qu'en l'absence de

(1) Cité par la *Revue de Droit Bancaire*. Numéro de juillet 1923, page 426.

stipulations formelles dans l'ordre d'achat concernant les modalités d'exécution de l'opération, une Banque chargée par son client d'acheter des devises étrangères, peut, à son gré, exécuter son mandat, soit en s'adressant au marché organisé, soit en traitant hors bourse; que l'emploi du deuxième procédé ne contrevenant à aucune prescription légale, ne peut fonder une plainte en abus de confiance, alors qu'en fait les écarts de cours n'ont pas été frauduleusement majorés et que le courtage n'a pas été exagéré.

Les ordres au mieux étant ainsi exécutés en Bourse, tous ceux qui parviennent au Service des Changes le soir après bourse ou le matin avant bourse, sont notés par nature de monnaie et par sens de l'opération. En fin de matinée, les ordres d'achat et les ordres de vente relatifs à chaque monnaie, sont totalisés et soldés. Ils se trouvent ainsi exécutés par compensation jusqu'à concurrence du plus faible montant (1).

Les soldes établis en fin de matinée sont modifiés par les cambistes dès leur arrivée à la Bourse en raison des ordres au mieux que contiennent les télégrammes qui les y attendent. Ce sont les soldes ainsi rectifiés qui sont exécutés sur le marché.

Jusqu'à la suppression des cours moyens, la plupart de ces soldes étaient négociés au début de la Bourse sur la base des cours moyens. Il en résultait que des montants très élevés étaient quotidiennement traités aux cours moyens. Depuis la suppression de ce mode de cotation, les Maisons de Banque doivent assurer l'exécution de leurs ordres au mieux par des achats ou des ventes effectués aux moments qui leur semblent les plus favorables, d'après leur expérience du marché. En prenant la moyenne de ces différentes opérations, il leur est pos-

(1) Il est intéressant de rappeler que pour les valeurs, le privilège des agents de change s'oppose à ce que les Maisons de Banque compensent les ordres inverses qu'elles ont reçus de leurs clients.

difficile de déterminer, pour chaque monnaie, le cours d'exécution des ordres au mieux de la journée.

On traite encore, sinon au cours moyen qui n'existe plus, mais à la moyenne des cours cotés, lorsqu'il s'agit de monnaies n'ayant que peu de marché à Paris et ne faisant le plus souvent l'objet que d'un seul cours inscrit.

Les affaires en ces monnaies (Couronnes scandinaves, zloty, escudos, par exemple) sont pratiquement monopolisées par certaines Maisons qui sont spécialisées dans les relations avec les Pays correspondants et qui se prêtent volontiers à ce genre de transactions, à condition toutefois, qu'il ne s'agisse pas de montants trop élevés.

D'ailleurs, quand il s'agit de montants élevés, on a intérêt à les négocier à Londres où se trouve leur principal marché et à se couvrir en Francs en faisant, soit des Livres sterling, à Paris, soit des Francs à Londres.

Il est évident qu'il n'est pas possible d'accepter pendant toute la durée de la Bourse, des ordres au mieux à exécuter sur la base de la moyenne. Le Service des Changes se trouve ainsi dans la nécessité de fixer une heure limite après laquelle il ne prend plus d'ordres au mieux aux conditions habituelles. Cette heure limite est en général midi pour la clientèle de Paris. Quant à celle de Province, étant donné l'incertitude du moment où arrive un télégramme, il est entendu le plus souvent que les ordres transmis par dépêches expédiées avant midi, seront exécutés à la Bourse du jour.

Les ordres tardifs passés par téléphone peuvent être exécutés le jour même si le donneur d'ordre le désire mais, bien entendu, ils le seront aux conditions du moment. Ceux qui parviennent par le télégraphe ne sont exécutés sans délai que si la dépêche le prescrit ; dans le cas contraire, ils sont conservés pour la Bourse suivante.

Les moyennes d'exécution des opérations effectuées en Bourse sont appliquées à tous les ordres au mieux de

la journée, y compris ceux qui se sont trouvés compensés (1). Suivant les conventions intervenues, ces cours d'exécution sont majorés quand il s'agit des ordres d'achat et diminués quand il s'agit des ordres de vente. La marge ainsi retenue est d'ailleurs très faible dans la plupart des cas. Parfois même, il est entendu que le Service des Changes doit appliquer exactement ses moyennes d'exécution, lorsqu'il s'agit d'ordres transmis par les autres Services de la Maison ou les Agences dans Paris.

Les cours d'exécution ainsi déterminés sont notifiés aux donneurs d'ordres par des avis d'opéré expédiés le jour même après Bourse. En ce qui concerne la clientèle de Province, l'usage est, en général, d'envoyer ces avis par fil dès qu'il s'agit de montants importants. De même, afin d'éviter les malentendus, on informe par télégramme le donneur d'un ordre tardif que sa dépêche est bien parvenue et que ses instructions sont notées pour la Bourse suivante.

Les ordres au mieux s'exécutant en Bourse, il n'est pas possible d'en accepter aux conditions ordinaires pour les Samedis des mois d'été où la Bourse ne se tient pas. Les ordres qui parviennent ces jours-là sont notés pour la Bourse du Lundi, à moins que les donneurs d'ordres ne prescrivent de les exécuter hors Bourse, aux conditions du moment.

Il est impossible d'envisager toutes les modalités d'application que l'on peut rencontrer dans les instructions des donneurs d'ordre. Il est cependant intéressant de

(1) On peut constater qu'en fait les Maisons de Banque qui ont à exécuter de gros paquets d'ordres au mieux presque à toutes les Bourses, s'efforcent d'obtenir des moyennes d'exécution approchant le plus possible des moyennes arithmétiques des cours extrêmes cotés. En agissant ainsi, elles tiennent compte de la psychologie de la clientèle et évitent des réclamations émanant de donneurs d'ordres. Beaucoup de donneurs d'ordres, en effet, se figurent qu'on a joué sur leur dos si le cours d'exécution s'éloigne du cours le plus bas quand il s'agit d'un ordre d'achat ou du cours le plus haut quand il s'agit d'un ordre de vente.

signaler que les Maisons de Banque reçoivent fréquemment des ordres exécutoires en plusieurs fois. Parfois même, le donneur d'ordre spécifie de négocier un montant déterminé à toutes les Bourses jusqu'à nouvel avis de sa part.

Les dispositions tendant ainsi à répartir sur un certain nombre de jours le montant total de l'opération envisagée, ont pour objet d'obtenir, par une moyenne de moyennes, un prix d'achat ou de vente qui se ressent le moins possible des soubresauts du marché.

Ordres à cours limités.

L'ordre à cours limité est caractérisé par le fait que le donneur d'ordre indique à la Maison de Banque, le cours le plus haut, s'il s'agit d'un achat, ou le cours le plus bas, s'il s'agit d'une vente, auquel son ordre devra être exécuté.

L'exécution des ordres limités n'est pas plus réglementée que celle des ordres au mieux. Cette matière est, elle aussi, régie uniquement par les usages qui se sont dégagés de la pratique.

Le donneur d'ordre doit préciser la durée de validité de son ordre. S'il ne le fait pas, il est en général entendu une fois pour toutes que la Banque considérera l'ordre comme valable jusqu'à fin courant. La durée de validité doit être un laps de temps déterminé ; les Banques n'admettent que difficilement des ordres libellés valables jusqu'à révocation, de peur de s'exposer à des difficultés au cas où la révocation leur parviendrait avant que l'exécution de l'ordre ait pu être notifiée au donneur d'ordre.

En principe, les ordres limités sont exécutoires à tout moment de la journée, dès que le cours fixé est atteint. Cependant, certains donneurs d'ordres entendent que leurs ordres soient exécutés en Bourse seulement. Il est nécessaire qu'ils le spécifient dans leurs instructions car la Banque se considérerait, en raison de leur silence,

comme autorisée implicitement à exécuter ces ordres au besoin hors Bourse.

Comme la Banque accuse toujours réception des ordres limités qu'elle reçoit, l'occasion lui est ainsi fournie de préciser au donneur d'ordre, s'il y a lieu, l'interprétation qu'elle donne aux instructions qu'il lui a adressées.

Les ordres à cours limité sont exécutés sur le marché aussitôt que les cours fixés par les donneurs d'ordre se trouvent atteints. Lorsque le cours fixé est non seulement atteint mais nettement dépassé, la Banque n'éprouve aucune difficulté à assurer l'exécution de l'ordre. Il en est autrement quand le cours a été atteint mais non dépassé ou même quand il a été une seule fois atteint et dépassé, soit en Bourse, soit, à plus forte raison, hors Bourse. Dans ces derniers cas, il se peut en effet que la Banque ne réussisse pas à exécuter l'ordre, sans qu'il y ait négligence de sa part, parce qu'elle ne trouve pas de contrepartie. En effet, les cours exacts pratiqués hors Bourse ne sont connus par d'autres que les intéressés qu'au moment de leur publication à la cote. D'un autre côté, si un certain cours est enregistré en Bourse par le coteur à la suite d'une transaction survenue entre deux Banques, il n'est pas certain que d'autres Maisons soient disposées à traiter au même prix ni même que les parties qui ont fait coter le cours soient désireuses d'opérer encore dans les mêmes conditions.

Lorsque la Banque s'est trouvée ainsi dans l'impossibilité d'exécuter un ordre, elle est exposée à subir une réclamation de la part du donneur d'ordre. En l'absence d'une réglementation précise, il serait difficile de déterminer dans quelle mesure la Banque se verrait tenue de donner satisfaction à son client au cas où elle ne lui aurait pas antérieurement communiqué ses conditions d'exécution des ordres limités (1).

(1) Peut-être la jurisprudence appliquerait-elle par analogie la règle en vigueur sur le marché des valeurs aux termes de laquelle on ne peut pas réclamer exécution d'un ordre lorsque le cours a été atteint mais non dépassé.

Il est cependant indiscutable que la réclamation d'un donneur d'ordre ne saurait être admise lorsqu'elle est basée sur la cotation d'un certain cours et que le montant de l'ordre est inférieur aux montants minimum que doivent atteindre les affaires pour être cotées (1).

Il est d'usage d'expédier au donneur d'ordre un avis d'exécution télégraphique, dès que son ordre limité a été exécuté. C'est là une mesure de prudence qui permet d'éviter un nombre élevé de difficultés. La Banque serait en effet mal placée vis-à-vis de son client si elle recevait une annulation de l'ordre ou tout au moins une modification de limite entre le moment où elle a exécuté l'ordre et celui où elle a télégraphié. Si le donneur d'ordre suit le marché et constate qu'on a tendance à se rapprocher du cours fixé, il n'est pas rare, en effet, qu'il baisse ou élève sa limite dans l'espoir d'acheter ou de vendre dans des conditions plus avantageuses. De plus, en ne télégraphiant pas immédiatement, on court le risque d'expédier les avis d'opéré à un moment où les cours se seraient encore améliorés et d'encourir ainsi les réclamations des donneurs d'ordres qui s'imagineraient avec quelque vraisemblance qu'on a joué sur leur dos.

Parmi les modalités que peuvent contenir les ordres limités, on rencontre parfois celle d'acheter ou de vendre au premier ou au dernier cours coté en Bourse. De pareils ordres sont inexécutables, le premier et le dernier cours n'ayant aucune valeur particulière (2). Le seul engagement qu'une Banque peut raisonnablement prendre, est celui d'opérer dans les premiers cours ou dans les derniers.

(1) Ce montant minimum est de £ 2.000 pour le Londres.
(Voir le tableau, page 130.)

(2) Voir page 131.

SECTION II

Affaires d'arbitrage.

SOUS-SECTION PREMIÈRE

Généralités.

Les opérations d'arbitrage ont pour objet de profiter des écarts survenant entre les cours d'une même monnaie sur plusieurs places, pour en acheter un montant sur la place où elle est meilleur marché, le vendre sur celle où elle vaut plus cher et bénéficier ainsi de la différence. Pour que l'arbitrage soit possible, il faut que la valeur numérique du cours demandé sur une place soit plus élevée que celle du cours offert sur l'autre place, dans le cas où l'on cote l'incertain, ou qu'elle soit moins élevée dans le cas où l'on cote le certain. Cet écart ne peut être que temporaire; par le fait même de l'arbitrage, on augmente l'offre sur la place où la monnaie est demandée et la demande sur celle où elle est offerte et on tend ainsi à niveler les cours.

L'arbitrage se fait uniquement par téléphone, puisqu'en raison de la mobilité des cours, il est impossible de rester engagé pendant un certain temps et, par conséquent, de faire des propositions par télégraphe. La facilité des communications téléphoniques a donc pour une place une importance primordiale; à cet égard. Paris et Lyon sont bien situés géographiquement; ces deux villes se trouvant à portée par téléphone, de Londres, Bruxelles, Amsterdam, Mayence, la Suisse, Turin, Milan et Barcelone.

Les opérations d'arbitrage portent sur les montants les plus élevés possible, le bénéfice étant faible relativement aux sommes remuées. Ce bénéfice résultant d'écarts entre les cours, ces opérations sont difficiles quand les marchés sont très calmes, parce que les cours « se

suivent » sur les différentes places, et que l'on est partout à la parité. Par contre, quand les marchés sont agités, il y a matière à arbitrages fructueux si l'on peut profiter des brusques sautes de cours, grâce à une communication téléphonique opportune; autrement, l'affaire est « grillée », l'écart de cours déjà nivelé et, de nouveau, la parité rétablie, les mouvements d'un marché se faisant sentir très rapidement sur tous ceux avec lesquels il est relié téléphoniquement. Dans un marché ordinaire, où les oscillations quotidiennes des cours ne présentent pas de brusquerie, on trouve cependant des possibilités d'arbitrage, mais il faut alors opérer sur des écarts peu importants, ce qui ne permet pas de réaliser des profits considérables.

Un trait caractéristique de ce genre d'opération est d'être à la merci du hasard des communications téléphoniques dont il est impossible de prévoir la venue; aussi, malgré leur coût élevé, beaucoup de communications sont-elles inutilisées parce qu'elles surviennent à des moments où il n'y a rien à faire.

SOUS-SECTION II

Théorie des opérations d'arbitrage.

Les opérations d'arbitrage qui revêtent des formes très variées, peuvent cependant se ramener à deux types :

— ou bien les deux places en communication arbitrent leurs monnaies nationales,

— ou bien ces deux places arbitrent une monnaie étrangères à elles deux.

Arbitrage des monnaies nationales des deux places en communication.

Il y a lieu de faire une distinction suivant qu'une des deux places cote le certain et l'autre l'incertain ou que les deux places cotent l'incertain.

Cas où une place cote le certain et l'autre l'incertain :

Ce cas ne se rencontre que dans les rapports de Paris qui cote l'incertain avec Londres qui cote le certain. Les cours de la Livre sterling à Paris et des Francs Français à Londres s'exprimant en Francs Français, la comparaison de ces cours ne nécessite aucun calcul de parité.

Il n'y a rien à faire si les cours chevauchent les uns sur les autres, si l'on dit, par exemple, 30 à 35 à Paris et 32 à 37 à Londres.

On ne peut opérer que si le cours le plus fort en valeur numérique d'une des places est moins élevé que le cours le plus faible en valeur numérique de l'autre place.

Si l'on dit 30 à 35 à Paris et 40 à 45 à Londres, on peut acheter sur les deux places : on achète des Livres sterling à Paris à 35 (cours offert) et des Francs à Londres à 40 (cours offert). Acheter des Francs à Londres équivaut à y vendre des Livres sterling ; l'opération laissera ainsi un bénéfice de 5 centimes par Livre sterling.

Si l'on dit 30 à 35 à Paris et 20 à 25 à Londres, il faut vendre sur les deux places ; on vendra des Francs à Londres à 25 (cours demandé), ce qui équivaut à y acheter des Livres sterling à 25, et on vendra des Livres sterling à Paris à 30 (cours demandé) ; le bénéfice sera ainsi de 5 centimes par Livre sterling.

Cas où les deux places cotent l'incertain :

Lorsque les deux places cotent l'incertain, on compare les cours d'une place aux parités simples des cours de l'autre place que l'on trouve dans son carnet de parités ; on ne peut opérer que si la parité la plus faible est supérieure au cours le plus fort ou que si la parité la plus forte est inférieure au cours le plus faible.

Supposons qu'on travaille avec Bruxelles et qu'à Paris, le Franc Belge vaille 96,50 (cours demandé) à 55 (cours

offert) (1). Si, à Bruxelles, le Franc Français vaut 103,55 (cours demandé) à 60 (cours offert) dont les parités sont 96,52 à 57, il n'y a rien à faire : si l'on donnait des Francs Français à 103,55, c'est comme si l'on achetait des Francs Belges à 96,57 ; de même, si l'on prenait des Francs Français à 103,60, on donnerait par le fait même des Francs Belges à 96,52 ; dans un cas comme dans l'autre, on ne pourrait se couvrir à Paris qu'en perte.

Si maintenant le Franc Français vaut à Bruxelles 103,45 (cours demandé) à 50 (cours offert) dont les parités sont 96,61 à 66, on peut arbitrer Francs Belges contre Francs Français en achetant des Francs Belges à Paris à 96,55 (cours offert) et des Francs Français à Bruxelles à 103,50 (cours offert). Acheter des Francs Français à Bruxelles à 103,50 revient à vendre des Francs Belges à 96,61, ce qui laisse un bénéfice de 16 centimes français par cent Francs Belges arbitrés.

Si le Franc Français vaut à Bruxelles 103,70 (cours demandé) à 75 (cours offert) dont les parités sont 96,38 à 43, il faut vendre sur les deux places ; les Francs Belges seront placés à Paris au cours de 96,50 (cours demandé) et les Francs Français à Bruxelles, au cours de 103,70 (cours demandé). En vendant les Francs Français à 103,70, on se procure des Francs Belges à 96,43 et on réalise de la sorte un bénéfice de 7 centimes français par cent Francs Belges arbitrés.

On serait arrivé aux mêmes résultats si on avait comparé les cours de Francs Belges à Paris, soit 96,50 à 55 dont la parité est de 103,57 à 62, aux cours de Francs Français à Bruxelles.

(1) Ces exemples ont été établis sur la base des cours pratiqués pendant la période de stabilité de l'été de 1925. La substitution postérieure du Belga au Franc Belge n'exerce aucune influence sur les principes des opérations.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère
aux deux places en communication.*

Il y a lieu de faire une distinction suivant qu'il s'agit d'opérations contre monnaie nationale ou d'opérations d'usage.

Opérations d'usage :

En ce qui concerne les opérations d'usage, les cours sont immédiatement comparables, puisqu'ils s'expriment en la même monnaie. Que la monnaie arbitrée soit cotée à l'incertain ou au certain, l'arbitrage n'est possible que si la valeur numérique du cours le plus élevé d'une place est inférieure à celle du cours le plus bas de l'autre place. Il n'existe pas de différence pratique entre le cas où l'une des deux places travaille usage de l'autre et celui où les deux places opèrent usage d'une troisième.

Supposons qu'on veuille faire du Londres contre Paris avec Bruxelles et qu'à Paris, la Livre sterling vaille 60 à 65.

Si, à Bruxelles, la Livre Sterling usage Paris vaut 62 à 67 on est à la parité et il n'y a rien à faire. Si elle vaut 70 à 75, on peut acheter à Paris à 65 (court offert) et vendre à Bruxelles à 70 (cours demandé). Si elle vaut 50 à 55, on peut acheter à Bruxelles à 55 (cours offert) et vendre à Paris à 60 (cours demandé).

Supposons maintenant que l'on fasse de l'Italie contre Londres avec Lausanne et qu'à Paris, l'Italie contre Londres vaille $1/4$ (offert) à $3/8$ (demandé).

Si, à Lausanne, l'Italie contre Londres vaut $3/16$ à $5/16$, on est à la parité et on ne peut pas opérer. Par contre, si l'Italie contre Londres vaut $1/2$ (offert) à $5/8$ (demandé), on achète l'Italie à Lausanne à $1/2$ pour la vendre à Paris à $3/8$; si l'Italie contre Londres vaut 00 (offert) à $1/8$ (demandé), on achète l'Italie à Paris à $1/4$ pour la vendre à Lausanne à $1/8$; dans les deux

hypothèses, on retire de l'opération un bénéfice de $1/8$ de point.

Opérations contre monnaies nationales.

L'arbitrage comprend alors trois opérations : l'achat de la monnaie arbitrée sur une place contre monnaie nationale de cette place, la vente de cette monnaie sur l'autre place contre monnaie nationale de cette seconde place et la couverture, c'est-à-dire, la transformation de la monnaie nationale de la seconde place en monnaie nationale de la première place.

Les cours de la monnaie arbitrée étant exprimés en monnaies différentes, il y a lieu de calculer la parité des cours d'une place afin de les rendre comparables aux cours de l'autre place; ces calculs de parité se font au moyen de la règle conjointe ou plutôt de la Loga. Toutefois, lorsque la monnaie arbitrée n'est pas la Livre sterling, si la couverture de l'opération envisagée nécessite un achat ou une vente de Livres sterling, on pose généralement la règle conjointe, pour des raisons de commodité pratique, de manière à obtenir une parité de Livres sterling au lieu d'une parité de la monnaie arbitrée.

Envisageons le cas où l'on fait des Francs Belges avec Londres.

Il serait normal de rendre les cours de Belgique à Londres comparables aux cours de Belgique à Paris et, dans ce but, de poser la règle conjointe de la manière suivante qui donne une parité de Francs Belges :

$$\begin{aligned}x \text{ Fr.Fr.} &= 100 \text{ Fr.B.} \\m \text{ Fr.B.} &= £ 1 \\£ 1 &= n \text{ Fr.Fr.}\end{aligned}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{100 \times 1 \times n}{m \times 1}$$

Afin d'éviter la division n/m plus longue à chiffrer et plus sujette à erreurs qu'une multiplication (1) et de calculer en Livres sterling, on pose en général la règle conjointe de la manière suivante qui fait ressortir une parité de Livres sterling :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.Fr.} &= \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 &= m \text{ Fr.B.} \\ 100 \text{ Fr.B.} &= r \text{ Fr.Fr.} \end{aligned}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times m \times r}{1 \times 100}$$

Les deux méthodes reviennent pratiquement au même ; la seule différence est qu'au lieu de comparer le quotient n/m aux cours de Francs Belges pratiqués à Paris, on compare le produit $m \times r$ aux cours de Livres sterling pratiqués à Paris et qu'ainsi la couverture en Livres sterling exerce une prédominance sur l'opération principale en Francs Belges.

Supposons qu'à Paris,
le Franc Belge vaille 92,15 (demandé) à 20 (offert) et
la Livre sterling 102,45 (demandé) à 50 (offert)
et qu'à Londres,
le Franc Belge vaille 111,15 (offert) à 20 (demandé).

En premier lieu, on peut essayer d'acheter des Francs Belges à Paris à 92,20 (cours offert) et de les vendre à Londres à 111,20 (cours demandé) mais c'est comme si l'on achetait des Livres sterling à 102,52 (produit des deux cours) ; il n'y a donc rien à faire puisqu'à Paris, on ne demande du Londres qu'à 45.

C'est comme si l'on achetait des Livres puisque la vente des Francs Belges à Londres se traduit par une

(1) On pourrait évidemment multiplier n par la parité de m trouvée dans le carnet de parité, le produit de la multiplication $n \times 1/m$ étant égal au quotient de la division n/m , mais ce procédé serait plus long que l'établissement d'une parité de Livres sterling.

rentrée de Livres sterling et une sortie de Francs Belges — que l'achat des Francs Belges à Paris se traduit par une rentrée de Francs Belges et une sortie de Francs Français — que la rentrée et la sortie de Francs Belges se balançant, il ne subsiste plus qu'une rentrée de Livres sterling et une sortie de Francs Français.

En second lieu, on peut essayer de vendre des Francs Belges à Paris à 92,15 (cours demandé) et de les acheter à Londres à 111,15 (cours offert) mais c'est comme si l'on vendait des Livres sterling à 102,42 (produit des deux cours) ; il n'y a encore rien à faire puisqu'à Paris on n'offre du Londres qu'à 50.

C'est comme si l'on vendait des Livres sterling puisque l'achat des Francs Belges à Londres se traduit par une sortie de Livres sterling et une rentrée de Francs Belges — que la vente de Francs Belges à Paris se traduit par une sortie de Francs Belges et une rentrée de Francs Français — que la rentrée et la sortie de Francs Belges se balançant, il ne subsiste plus qu'une sortie de Livres sterling et une rentrée de Francs Français.

Supposons que les cours à Paris n'ayant pas changé, le Franc Belge vaille maintenant à Londres 111,00 (offert) à 05 (demandé). Il vaut davantage que précédemment, on peut essayer d'en vendre à Londres.

Si l'on achète des Francs Belges à Paris à 92,20 (cours offert) et si on les vend à Londres à 111,05 (cours demandé) on aura acheté des Livres sterling à 102,39 (produit des deux cours ci-dessus) ce qui sera intéressant puisqu'on placera ces Livres sterling à Paris à 102,45 (cours demandé).

L'opération inverse est impossible puisqu'en vendant à Paris à 92,15 et en achetant à Londres à 111,00, on donnerait à 102,26 des Livres sterling que l'on achèterait à Paris 102,50.

Supposons enfin que les cours à Paris ne variant toujours pas, on traite le Franc Belge à Londres 111,30

(offert) à 35 (demandé). Il est plus faible que dans la première hypothèse, on peut essayer d'en acheter à Londres.

Si l'on vend des Francs Belges à Paris à 92,15 (cours demandé) et si on les achète à Londres à 111,30 (cours offert) on aura vendu des Livres sterling à 102,56 (produit des deux cours ci-dessus) ce qui sera intéressant puisqu'on trouvera ces Livres sterling à Paris à 102,50 (cours offert).

Il faut s'abstenir de l'opération inverse puisqu'en achetant les Francs Belges à Paris à 92,20 et en les vendant à Londres à 111,35, on recevrait des Livres sterling qui reviendraient à 102,66 et qu'on ne pourrait placer à Paris qu'à 102,45.

Examinons maintenant le cas où l'on fait des Livres sterling avec Bruxelles. L'opération principale est, cette fois, en Livres sterling et la couverture en Francs Belges. Il est donc logique de faire ressortir une parité de Livres sterling comparable avec le cours de la Livre sterling à Paris et, par suite, de poser la règle conjointe de la même manière que dans l'hypothèse précédente :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.Fr.} &= £ 1 \\ £ 1 &= m \text{ Fr.B.} \\ 100 \text{ Fr.B.} &= r \text{ Fr.Fr.} \end{aligned}$$

d'où l'on tire :

$$x = \frac{1 \times m \times r}{1 \times 100}$$

Supposons qu'à Paris :

la Livre sterling vaille 102,35 (demandé) à 40 (offert)
et le Franc Belge 92,40 (demandé) à 45 (offert)
et qu'à Bruxelles :

la Livre sterling vaille 110,80 (demandé) à 85 (offert).

En premier lieu, on peut essayer d'acheter des Livres sterling à Bruxelles à 110,85 (cours offert) et d'acheter à Paris les Francs Belges nécessaires au paiement de

ces Livres sterling à 92,45 (cours offert) ; c'est comme si l'on achetait ces Livres sterling contre Paris à 102,48 (produit des deux cours ci-dessus) ; étant donné qu'on ne pourrait les placer à Paris qu'à 102,35, il convient de s'abstenir.

C'est comme si l'on achetait les Livres sterling contre Paris puisque les Francs Belges achetés à Paris sont utilisés à Bruxelles pour payer les Livres sterling et qu'ainsi la rentrée et la sortie de Francs Belges se balançant, il ne subsiste plus que les Livres sterling reçues à Bruxelles et les Francs Français déboursés à Paris.

En second lieu, on peut essayer de vendre des Livres sterling à Bruxelles à 110,80 (cours demandé) et de vendre à Paris les Francs Belges reçus en paiement de ces Livres à 92,40 (cours demandé) ; c'est comme si on vendait des Livres sterling contre Paris à 102,38 (produit des deux cours ci-dessus) ; étant donné qu'on ne pourrait les trouver à Paris qu'à 102,40, on ne peut encore rien faire.

C'est comme si l'on vendait des Livres sterling contre Paris puisque les Francs Belges reçus en paiement à Bruxelles sont vendus à Paris et qu'ainsi la rentrée et la sortie de Francs Belges se balançant, il ne subsiste plus que les Livres sterling placées à Bruxelles et les Francs Français reçus à Paris.

Supposons maintenant que les cours à Paris n'ayant pas bougé, la Livre sterling vaille à Bruxelles 110,87 (demandé) à 92 (offert). Elle y vaut donc plus cher et l'on peut essayer d'en vendre.

Si l'on vend des Livres sterling à Bruxelles à 110,87 (cours demandé) et des Francs Belges à Paris à 92,40 (cours demandé), c'est comme si l'on vendait des Livres sterling contre Paris à 102,44 (produit des deux cours ci-dessus), ce qui est intéressant puisqu'on peut les trouver à Paris à 102,40 (cours offert).

L'opération inverse est impossible, puisqu'en achetant des Livres sterling à Bruxelles à 110,92 et des

Francs Belges à Paris à 92,45, ces Livres sterling reviendraient à 102,54, alors qu'on ne pourrait les placer à Paris qu'à 102,35.

Supposons enfin que les cours de Paris ne se modifiant pas, la Livre sterling vaille à Bruxelles 110,62 (demandé) à 67 (offert). Comme elle est plus faible que dans la première hypothèse, on peut essayer d'en acheter.

Si l'on achète des Livres sterling à Bruxelles à 110,67 (cours offert) et des Francs Belges à Paris à 92,45 (cours offert), c'est comme si on achetait des Livres sterling contre Paris à 102,31 (produit des deux cours ci-dessus), ce qui est également intéressant puisqu'on peut les placer à Paris à 102,35 (cours demandé).

L'opération inverse ne doit pas être tentée puisqu'en vendant des Livres sterling à Bruxelles à 110,62 et des Francs Belges à Paris à 92,40, on ne placerait les Livres sterling qu'à 102,21, alors qu'on ne pourrait les acheter à Paris qu'à 102,40.

Remarques :

Dans un but de schématisation, nous avons négligé de tenir compte de plusieurs éléments :

En premier lieu :

Nous avons supposé que les cours à Paris ne bougeaient pas, ce qui est peu vraisemblable. Des cours à Paris aussi calmes dénoteraient un marché sans affaires et il y aurait bien des chances pour qu'à Londres et à Bruxelles, le marché soit tout aussi immobile.

En second lieu :

La couverture ne se fait pas toujours à Paris, mais sur celle des deux places où elle se révèle plus avantageuse.

Dans l'hypothèse où l'on arbitre des Francs Belges avec Londres, la parité de Livre sterling obtenue par la multiplication des cours de Francs Belges à Paris et à Londres, doit être comparée aux cours de la Livre ster-

ling à Paris et aussi au cours des Francs Français à Londres.

Si les Francs Belges ont été achetés à Paris et vendus à Londres, il faut vendre des Livres sterling reçues à Londres pour se procurer les Francs Français dûs à Paris. Suivant l'état des cours du Londres à Paris et du Paris à Londres, on a intérêt soit à vendre des Livres sterling à Paris soit à acheter des Francs Français à Londres.

Si les Francs Belges ont été vendus à Paris et achetés à Londres, il faut se procurer les Livres sterling dues à Londres, en vendant les Francs Français reçus à Paris; suivant l'état des cours, on a intérêt soit à acheter des Livres sterling à Paris, soit à vendre des Francs Français à Londres.

Dans l'hypothèse où l'on arbitre des Livres sterling avec Bruxelles, on pourrait obtenir des parités de Livre sterling plus avantageuses en divisant le cours de la Livre sterling à Bruxelles par le cours du Franc Français à Bruxelles (1).

Si l'on achète des Livres sterling à Bruxelles pour les vendre à Paris, il faut se procurer les Francs Belges dûs à Bruxelles en vendant les Francs Français reçus à Paris; suivant l'état des cours du Paris à Bruxelles et du Bruxelles à Paris, on a intérêt soit à acheter des Francs Belges à Paris, soit à vendre des Francs Français à Bruxelles.

Si l'on achète des Livres sterling à Paris pour les vendre à Bruxelles, il faut se procurer les Francs Français

(1) La règle conjointe se poserait comme suit :

$$x \text{ Fr. Fr.} = £ \text{ I.}$$

$$£ \text{ I.} = m \text{ Fr. B.}$$

$$s \text{ Fr. B.} = 100 \text{ Fr. Fr.}$$

mais afin d'éviter la division m/s , on pourrait multiplier m par la parité de s trouvée dans le carnet de parités, l'opération $m \times \frac{1}{s}$

étant égale à l'opération $\frac{m}{s}$.

dûs à Paris en vendant les Francs Belges reçus à Bruxelles; suivant l'état des cours, on a intérêt, soit à acheter des Francs Français à Bruxelles soit à vendre des Francs Belges à Paris.

En troisième lieu :

Les opérations d'arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places en communication peuvent revêtir des formes extrêmement diverses, mais la manière de travailler ci-dessus exposée est la même, quelle que soit la monnaie négociée : on retrouve toujours l'achat sur une place, la vente sur une autre, et la couverture. Il en est ainsi, même dans le cas où l'une des places est en communication avec plusieurs autres. Rien n'empêche, en effet, si l'on a la communication avec deux places en même temps, d'acheter sur l'une, de vendre sur l'autre, et de faire une double couverture; mais cette opération, comme toute opération analogue, ne constitue qu'une variante des opérations typiques ci-dessus schématisées.

SOUS-SECTION III

Exemples d'opérations d'arbitrage.

Afin d'illustrer les explications de la sous-section précédente, nous donnons une suite méthodique d'exemples faisant ressortir les combinaisons d'arbitrage usuelles. Les cours d'après lesquels ces exemples ont été calculés étaient pratiqués au début de 1925, avant les secousses violentes dont les devises ont été l'objet au cours de cette année et de l'année suivante.

Arbitrages entre Paris et Londres.

Nous nous plaçons tout d'abord dans l'hypothèse où, à Paris, on travaille avec Londres.

L'arbitrage peut porter soit sur les deux monnaies nationales, le Franc et la Livre sterling, soit sur une monnaie étrangère aux deux places. Dans le second cas,

Il faut distinguer suivant qu'à Paris on traite contre Francs Français, et alors il y a une couverture à faire, où qu'on traite usance Londres.

Arbitrage des monnaies nationales.

Achat des deux monnaies :

Paris

Achat de £ 2.700 à 93,11 = Fr. 251.397.

Londres

Achat de Fr. 250.000 à 93,15 = £ 2.683 — 16 — 11.

Bénéfice : 0,04 sur £ 2.700, soit 108 francs.

Vente des deux monnaies :

Paris

Vente de £ 2.700 à 93,30 = Fr. 251.910.

Londres

Vente de Fr. 250.000 à 93,27 = £ 2.680 — 7 — 10.

Bénéfice : 0,03 sur £ 2.700 = Fr. 81.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places,
Paris travaillant usance Paris :*

Achat à Paris, Couverture à Paris,

Vente à Londres.

Francs Belges.

Paris

Achat de Fr. B. 225.000 à 97,92 1/2 = Fr. 220.331,25.

Vente de £ 2.500 à 93,11 = Fr. 232.775.

Londres

Vente de Fr.B. 225.000 à 95,03 = £ 2.367 — 13 — 6.

Bénéfice : $97,92 \frac{1}{2} \times 95,03 = 93,058$

soit 0,05 sur £ 2.500 = Fr. 125

93,11

ou ————— = 97,98

95,03

soit 0,05 1/2 sur Fr.B. 225.000 = Fr. 123,75.

Suivant qu'on pose la règle conjointe, de façon à faire ressortir :

Les Livres sterling	ou les Francs Belges
x F.F. = £ 1	x F.F. = F.B. 100
£ 1 = F.B. 95,03	F.B. 95,03 = £ 1
F.B. 100 = F.F. 97,925	£ 1 = F.F. 93,11
ce qui résout en	ce qui résout en
$1 \times 95,03 \times 97,925$	$100 \times 1 \times 93,11$
$x = \frac{\quad}{1 \times 100}$	$x = \frac{\quad}{95,03 \times 1}$

Zloty :

Paris

Achat de Zl. 50.000 à 367 1/2 = Fr. 183.750.

Vente de £ 1.900 à 93,25 = Fr. 177.175.

Londres

Vente de Zl. 50.000 à 25,37 1/2 = £ 1.970 — 8 — 11.

Affaire blanche : $367 \frac{1}{2} \times 25,37 \frac{1}{2} = 93,253.$

93,25

ou $\frac{\quad}{25,375} = 367,4879$

25,375

Achat à Paris,

Vente à Londres, Couverture à Londres

Dollars :

Paris

Achat de \$ 10.000 à 1935 1/2 = Fr. 193.550.

Londres

Vente de \$ 10.000 à 477 7/8 = £ 2.092 — 12 — 0.

Achat de Fr. 200.000 à 92,55 = £ 2.160 — 19 — 11.

Bénéfice : $1935 \frac{1}{2} \times 477 \frac{7}{8} = 92,49$

soit 0,06 sur £ 2.100 = Fr. 126.

92,55

ou $\frac{\quad}{477,875} = 1936,69$

477,875

soit 1,19 sur \$ 10.000 = Fr. 119.

Francs suisses :

Paris

Achat de Fr. S. 34.000 à $368 \frac{3}{8}$ = Fr. 125.247,50

Londres

Vente de Fr. S. 34.000 à $24,75 \frac{1}{2}$ = £ 1.373—9—3.

Achat de Fr. 125.000 à 91,08 = £ 1.372 — 8 — 5.

Perte : $368 \frac{3}{8} \times 24,75 \frac{1}{2}$ = 91,19

soit 0,11 sur £ 1.372 = Fr. 150,90.

91,08

ou ————— = 367,9249

24,755

soit 0,45 sur Fr.S. 34.000 = Fr. 153.

Vente à Paris, Couverture à Paris.

Achat à Londres.

Couronnes Tchéco-Slovaques :

Paris

Vente de Kc. 120.000 à 55,40 = Fr. 66.480.

Achat de £ 800 à 89,00 = Fr. 71.200.

Londres

Achat de Kc. 120.000 à 161 = £ 745 — 6 — 10.

Bénéfice : $55,40 \times 161$ = 89,194

soit 0,194 sur £ 750 = Fr. 145,50.

89

ou ————— = 55,279

161

soit 0,12 sur Kc. 120.000 = Fr. 144.

Lei :

Paris

Vente de Lei 1.900.000 à 9,60 = Fr. 182.400.

Achat de £ 2.000 à 89,30 = Fr. 178.600.

Londres

Achat de Lei 1.900.000 à 933 = £ 2.036 — 8 — 10.

Bénéfice : $9,60 \times 933$ = 89,568

soit 0,268 sur £ 2.035 = Fr. 545,40.

$$\begin{array}{r} 89,30 \\ \text{ou } \frac{\quad}{933} = 9,57 \end{array}$$

soit 0,03 sur lei 1.900.000 = Fr. 570.

Vente à Paris,
Achat à Londres, Couverture à Londres.

Couronnes Suédoises :

Paris

Vente de Kr. 100.000 à 525,50 = Fr. 525.500.

Londres

Achat de Kr. 100.000 à 17,75 = £ 5.633 — 16 — 2.

Vente de Fr. 530.000 à 93,215 = £ 5.685 — 15 — 7.

Bénéfice : 525,50 $\times$ 17,75 = 93,276

soit 0,061 sur £ 5.685 = Fr. 346,80.

$$\begin{array}{r} 93,215 \\ \text{ou } \frac{\quad}{17,75} = 525,15466 \end{array}$$

soit 0,346 sur Kr. 100.000 = Fr. 346.

Couronnes Norvégiennes :

Paris

Vente de Kr. 120.000 à 291 $\frac{3}{4}$ = Fr. 350.100.

Londres

Achat de Kr. 120.000 à 31,28 $\frac{1}{2}$ = £ 3.835 — 14 — 1.

Vente de Fr. 350.000 à 91,20 = £ 3.837 — 14 — 4.

Bénéfice : 291 $\frac{3}{4}$ $\times$ 31,28 $\frac{1}{2}$ = 91,2739

soit 0,0739 sur £ 3.835 = Fr. 283,40.

$$\begin{array}{r} 91,20 \\ \text{ou } \frac{\quad}{31,285} = 291,5135 \end{array}$$

soit 0,2365 sur Kr. 120.000 = Fr. 283,80.

Monnaies dont le marché est à Londres et qui, par suite, ne peuvent se négocier sur une autre place que par un arbitrage avec Londres :

Drachmes :

Paris

Vente de Dr. 150.000 à $36 \frac{15}{16}$ = Fr. 55.406,25.

Londres

Achat de Dr. 150.000 à $252 \frac{1}{2}$ = £ 594 — 1 — 2.

Vente de Fr. 60.000 à 92,60 = £ 647 — 19 — 0.

Bénéfice : $36 \frac{15}{16} \times 252 \frac{1}{2}$ = 93,267

soit 0,667 sur £ 594 = Fr. 396,20.

92,60

ou ————— = 36,6732

252 $\frac{1}{2}$

soit 0,2643 sur Dr. 150.000 = Fr. 396,45.

Ecus portugais :

Paris

Achat de Esc. 50.000 à $92 \frac{7}{8}$ = Fr. 46.437,50.

Vente de £ 500 à 92, 90 = Fr. 46.450.

Londres

Vente de Esc. 50.000 à $2 \frac{27}{64}$ = £ 504 — 11 — 2.

2 d $\frac{27}{64} \times 92,90$

Bénéfice ————— = 93,7467

240

soit 0,8717 sur Esc. 50.000 = 435,85

Londres cotant cette fois l'incertain, la règle conjointe se pose sous la forme :

x Fr. = Esc. 100

Esc. 1 = 2 d $\frac{27}{64}$

240 d = £ 1

£ 1 = 92,90

Piastres argentines :

Paris

Vente de Pesos m/n 15.000 à 753 = Fr. 112.950.

Achat de £ 1.200 à 93,30 = Fr. 111.960.

Londres

Achat de P. m/n 15.000 à $43 \frac{7}{8}$ = £ 1.206 — 11 — 3.

$$\text{Bénéfice : } \frac{43 \frac{7}{8} \times 0,44 \times 93,30}{240} = 7,505$$

soit 0,025 sur P 15.000 = Fr. 375, car :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.} &= 1 \text{ p m/n} \\ 1 \text{ p m/n} &= 0,44 \text{ p oro} \\ 1 \text{ p oro} &= 43 \text{ d } 7/8 \\ 240 \text{ d} &= \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 &= \text{Fr. } 93,30 \end{aligned}$$

Roupies :

(1 Rp. = 16 annas à 12 pies.)

Paris

Vente de Rp. 4.843 — 14 — 3 à 6,91 = Fr. 33.471,30.

Achat de £ 400 à 91,71 = Fr. 36.684.

Londres

Achat de Rp. 4.843 — 14 — 3 à 1/6 = £ 363 — 5 — 10

$$\text{Bénéfice : } \frac{1/6 \times 91,71}{20} = 6,878$$

soit 0,032 sur Rp. 4.843 = Fr. 155, car :

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.} &= \text{Rp } 1 \\ \text{Rp } 1 &= 1/6 \\ 20/ &= \text{£ } 1 \\ \text{£ } 1 &= \text{Fr. } 91,71 \end{aligned}$$

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places,
Paris travaillant usance Londres.*

Achat à Paris.

Vente à Londres.

Dollars :

Paris

Achat de \$ 50.000 à 478 3/8 = £ 10.452 — 1 — 0.

Londres

Vente de \$ 50.000 à 478 5/16 = £ 10.453 — 8 — 4.

Bénéfice résultant de la différence entre les Livres
sterling données et reçues en paiement : 1 — 7 — 4.

Lires :

Paris

Achat de Lit. 550.000 à 116,80 = £ 4.708 — 18 — 2.

Londres

Vente de Lit. 550.000 à 116,75 = £ 4.710 — 18 — 6.

Bénéfice : £ 2 — 0 — 4.

Francs Belges :

Paris

Achat de F.B. 250.000 à 94,80 = £ 2.637 — 2 — 8.

Londres

Vente de Fr.B. 250.000 à 94,75 = £ 2.638 — 10 — 5.

Bénéfice : £ 1 — 7 — 9.

Vente à Paris,

Achat à Londres.

Pesetas :

Paris

Vente de Ptas 175.000 à 33,56 = £ 5.214 — 10 — 9.

Londres

Achat de Ptas 125.000 à 33,56 = £ 3.724 — 13 — 5.

— Ptas 50.000 à 33,57 = £ 1.489 — 8 — 6.

Bénéfice : 8/10 £ 5.214 — 1 — 11.

Francs suisses :

Paris

Vente de Fr. S. 125.000 à 24,765 = £ 5.047 — 8 — 11.

Londres

Achat de Fr.S. 125.000 à 24,77 = £ 5.046 — 8 — 7.

Bénéfice : £ 1 — 0 — 4.

Lei :

Paris

Vente de Lei 1.600.000 à 962 = £ 1.663 — 4 — 0.

Lei 400.000 à 960 = £ 416 — 13 — 4.

£ 2.079 — 17 — 4.

Londres

Achat de Lei 2.000.000 à 967 = £ 2.068 — 5 — 1.

Bénéfice : £ 11 — 12 — 3.

Combinaison de l'usage Paris et de l'usage Londres.

Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places,
Paris travaillant partie usage Londres, partie contre
Francs :

Dollars :

Paris

Achat de \$ 10.000 à 478 = £ 2.092 — 1 — 0.

\$ 7.000 à 1934 = Fr. 135.380.

Vente de £ 1.500 à 92,48 = Fr. 138.720.

Londres

Vente de \$ 17.000 à 477 7/8 = £ 3.557 — 8 — 4.

Bénéfice : pour les \$ 10.000 contre £ : 10/11

pour les \$ 7.000 contre Francs :

477 7/8 × 1934 = 92,42 soit 0,06 sur £ 1.500 = Fr. 90.

Arbitrages entre Paris et Bruxelles : —

Nous envisageons maintenant le cas où, à Paris, on travaille avec une place donnant également d'incertain telle que Bruxelles.

On peut, soit arbitrer les monnaies nationales, les deux Francs, soit arbitrer une monnaie étrangère aux deux places, soit en traitant contre monnaies nationales, et alors il faut faire une couverture, tantôt à Paris, tantôt à Bruxelles, soit en traitant usage Paris à Bruxelles, ou usage Bruxelles à Paris ou encore usage Londres sur les deux places.

Arbitrage des monnaies nationales :

Achat des deux monnaies :

Paris.

Achat de Fr. Belges 310.000 à 98,25 = Fr.Fr. 304.575

Bruxelles

Achat de Fr.Franc. 300.000 à 101,725=Fr.B. 305.175

Bénéfice : parité de 101,725 = 98,304, soit : 0,054 sur
Fr. Belges 310.000 = Fr. 167,40.

Vente des deux monnaies :

Paris

Vente de Fr.Belges 350.000 à 97,825=Fr.Fr. 342.387,50

Bruxelles

Vente de Fr. Français 350.000 à 102,20 = Fr.B. 357.700

Perte : parité de 102,20 = 97,847, soit 0,022 sur
Fr. Belges 350.000 = Fr. 77,00.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places,
Paris travaillant contre Francs Français et Bruxelles
contre Francs Belges :*

Livre sterling :

Achat à Paris. Couverture à Paris.

Vente à Bruxelles.

Paris

Achat de £ 3.000 à 93,245 = Fr. 279.735.

Vente de Fr. Belges 285.000 à 98,00 = Fr. 279.300.

Bruxelles

Vente de £ 3.000 à 95,18 = Fr. B. 285.540.

Bénéfice : $95,18 \times 98,00 = 93,2764$ soit 0,0314 sur
£ 3.000 = Fr. Fr. 94,20.

La règle conjointe s'établit comme suit :

$$\begin{array}{rcl}
 x \text{ Fr. Français} & = & £ 1 \\
 £ 1 & = & \text{Fr. Belges } 95,18 \\
 \text{Fr. Belges } 100 & = & \text{Fr. Français } 98,00 \\
 & & 1 \times 95,18 \times 98 \\
 \text{ce qui se résout en : } x & = & \frac{1 \times 100}{1 \times 100}
 \end{array}$$

Achat à Paris,

Vente à Bruxelles, Couverture à Bruxelles.

Paris

Achat de £ 1.000 à 93,16 = Fr. 93.160.

Bruxelles

Vente de £ 1.000 à 94,975 = Fr. B. 94.975.

Achat de Fr. Fr. 95.000 à 101,85 = Fr. B. 96.757,50.

94,975

Bénéfice : ——— ou $94,975 \times 98,1836$ (parité de
101,85
101,85) = 93,2498, soit 0,0898 sur £ 1.000 = Fr. 89,80.

Vente à Paris, Couverture à Paris.

Achat à Bruxelles.

Paris

Vente de £ 2.500 à 91,17 = Fr. 227.925.

Achat de Fr. Belges 235.000 à 97,05 = Fr. 228.067,50

Bruxelles

Achat de £ 2.500 à 93,80 = Fr. B. 234.500.

Bénéfice : $93,80 \times 97,05 = 91,0329$, soit 0,137 sur
£ 2.500 = Fr. 342,50.

Vente à Paris,

Achat à Bruxelles, Couverture à Bruxelles.

Paris

Vente de £ 1.500 à 91,27 = Fr. 136.905.

Bruxelles

Achat de £ 1.500 à 93,90 = Fr. B. 140.850.

Vente de Fr. Fr. 135.000 à 102,95 = Fr. B. 138.982,50.

93,90

Bénéfice : ——— ou $93,90 \times 97,1345$ (parité de 102,95)
102,95
= 91,209, soit 0,06 sur £ 1.500 = Fr. 90.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places.
Bruxelles travaillant usance Paris :*

Livre sterling :

Achat à Paris,

Vente à Bruxelles.

Paris

Achats de £ 2.000 à 92,05 = Fr. 184.100.

£ 3.000 à 92,08 = Fr. 276.240.

Bruxelles

Ventes de £ 2.000 à 92,10 = Fr. 184.200.

£ 3.000 à 92,12 1/2 = Fr. 276.375.

Bénéfice : 0,05 sur £ 2.000 = Fr. 100.

0,04 1/2 sur £ 3.000 = Fr. 135.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places.
Paris travaillant usance Bruxelles :*

Livre sterling :

Vente à Paris,

Achat à Bruxelles.

Paris

Vente de £ 2.800 à 95,10 = Fr. B. 266.280.

Bruxelles

Achat de £ 2.800 à 95,05 = Fr. B. 266.140.

Bénéfice : 0,05 sur £ 2.800 = Fr. Belges 140.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places.
Paris et Bruxelles travaillant usance Londres :*

Dollars :

Vente à Paris.

Achat à Bruxelles.

Paris

Vente de \$ 25.000 c/ £ à 477 3/4 = £ 5.232 — 17 — 3.

Bruxelles

Achat de \$ 25.000 c/ £ à 477 5/8 = £ 5.234 — 4 — 8.

Perte de £ 1 — 7 — 5.

Cas spéciaux :

Il est évident que les combinaisons d'arbitrage peuvent varier à l'infini et qu'il est impossible de fournir un exemple de chacune d'entre elles. Nous signalerons pour-

tant deux cas plus particulièrement intéressants, celui de la couverture d'abord, et celui de l'arbitrage à trois places. Ce ne sont, d'ailleurs, que des variantes des types précédemment schématisés.

Arbitrages couverture d'abord :

Chaque fois que les deux places en communication arbitrent une autre monnaie que leurs monnaies nationales, il faut s'assurer sur la place où l'on achète la monnaie arbitrée les fonds nécessaires pour la payer en vendant la somme reçue en paiement sur la place où l'on vend la monnaie arbitrée. Il est normal que la couverture, opération accessoire, se fasse sans difficulté pour le montant correspondant à l'opération principale. On l'effectue sur celle des deux places où elle se révèle la plus avantageuse d'après les cours du moment.

Le cas se présente parfois où la couverture devient l'opération intéressante et où l'opération d'arbitrage n'est possible que si la couverture peut s'effectuer dans de bonnes conditions. L'opération d'arbitrage se fait alors à peu près toujours dans le même sens, puisqu'elle résulte soit d'une demande soit d'une offre continues sur une place de la monnaie nationale de l'autre place; mais, sur cette seconde place, le marché trop étroit de la monnaie nationale de la première, empêche d'arbitrer les deux monnaies nationales entre elles. Il faut donc recourir à un arbitrage sur une autre monnaie dont le marché soit très étendu sur les deux places considérées. C'est ce qui se passait entre Paris et Barcelone avant la Révolution militaire Espagnole qui fut suivie de près par l'établissement de mesures restrictives. La place de Barcelone ayant de gros paiements à faire en Francs Français était constamment acheteuse de Francs, notamment aux approches de fin de mois. En revanche, à Paris, il aurait été difficile de placer un « paquet » de pesetas contre Paris. Dans ces conditions, on recourait à des arbitrages de Livres sterling, avec couverture à Barcelone. Comme l'opération intéressante était la vente des Francs

à Barcelone, on s'occupait d'abord de la couverture et l'on faisait ensuite le montant de Livres sterling correspondant à la somme de Francs qu'on avait pu placer.

Cette inversion n'apportait, du reste, aucune modification au type même de l'opération dont voici un exemple établi d'après les cours pratiqués en avril 1923 :

Couverture à Barcelone, Achat de £ à Barcelone.

Vente de £ à Paris.

Barcelone

Vente de Fr. 300.000 à 42,60 = **Ptas 127.800.**

Achat de £ 4.200 à 30,51 = Ptas 128.142.

Paris

Vente de £ 4.200 à 71,68 = Fr. 301.056.

30,51

Bénéfice: $\frac{42,60}{30,51}$ ou $30,51 \times 234,7417$ (parité de 42,60)

42,60

= 71,62, soit 0,06 sur £ 4.200 = Fr. 252.

La règle conjointe se pose de la manière suivante :

x Fr = £ 1

£ 1 = Ptas 30,51

Ptas 42,60 = Fr. 100

$1 \times 30,51 \times 100$

d'où l'on tire x = $\frac{1 \times 30,51 \times 100}{1 \times 42,60}$

$1 \times 42,60$

Arbitrages à trois places

L'arbitrage a lieu ordinairement entre deux places, car il est assez rare d'avoir plusieurs communications téléphoniques à la fois. Cela se produit néanmoins et on peut alors trouver occasion d'acheter sur une des places étrangères et de vendre sur l'autre et même d'arbitrer des montants importants sans travailler sur sa propre place.

Supposons qu'à Paris on ait en même temps au téléphone Londres et Bruxelles. Nous n'examinerons pas tous les cas théoriques qui peuvent se présenter : l'arbi-

trage des trois monnaies nationales en présence ou d'une quatrième monnaie telle que le dollar, étrangère aux trois places. Nous envisagerons simplement l'hypothèse qui peut se réaliser où Paris achète des Livres sterling à Londres (c'est-à-dire y vend des Francs) et vend des Livres sterling à Bruxelles, la couverture s'y faisant également; ainsi, Paris sert uniquement d'intermédiaire et ne fait que prendre les Livres d'une place pour les céder à l'autre :

Londres

Vente de Fr.Fr. 250.000 à 93,10 = £. 2.685 — 5 — 8.

Paris

Achat de £ 2.700 (de Londres), Vente de £ 2.700 (à Bruxelles).

Bruxelles

Vente de £ 2.700 à 94,97 1/2 = Fr. B. 256.432,50.

Achat de Fr. Fr. 250.000 à 101,85 = Fr. B. 254.625.

94,975

Bénéfice : ——— ou $94,975 \times 98,1836$ (parité de 101,85

101,85) = 93,2498, soit 0,15 sur £ 2.700 = Fr. Fr. 405.

La règle conjointe se pose comme suit :

x Fr. Fr. = £ 1

£ 1 = Fr. B. 94,97 1/2.

Fr. B. 100 = Fr. Fr. 98,1836

SOUS-SECTION IV

Comptabilité des opérations d'arbitrage.

Opérations passées en compte social.

Pour examiner comment s'établit la comptabilité des opérations d'arbitrage, nous nous placerons dans l'hypothèse où les deux Maisons qui travaillent ensemble le font en compte social. Chacune d'elles doit, en ce cas, passer en compte les opérations telles qu'elle les a trai-

sées sur sa place; le bénéfice ou la perte résultant de la différence entre les cours d'achat sur un marché et les cours de vente sur l'autre, ne ressort qu'en arrêtant le compte social, soit tous les jours, soit à des dates plus espacées. Nous pourrions ainsi comparer la comptabilité des deux parties, que nous n'aurions pas à mettre en regard l'une de l'autre si les deux Maisons travaillaient chacune pour son compte.

En ce qui concerne la comptabilité, il n'y a pas de différence suivant que l'affaire est faite avec Londres ou avec une place donnant l'incertain. Nous nous bornerons, par conséquent, à l'examen des cas où, Paris travaillant avec Londres, on arbitre les deux monnaies nationales (achat des deux monnaies, vente des deux monnaies) et une autre monnaie (achat à Londres et vente à Paris — achat à Paris et vente à Londres, avec couverture soit à Paris, soit à Londres — opérations d'usage)

Arbitrage des deux monnaies nationales.

Achat des deux monnaies :

A Paris, nous achetons £ 2.700 à 93,11 moyennant Fr. 251.397.

A Londres, notre correspondant achète Fr. 250.000 à 93,15 moyennant £ 2.683 — 16 — 11.

Nous supposons naturellement que les deux parties ont un compte l'une chez l'autre.

A Paris, nos écritures sont les suivantes :

a/ Nous avons à prendre livraison de ces £ 2.700 que notre vendeur fait verser à notre correspondant de Londres pour notre compte. Aussi débitons-nous notre compte chez notre correspondant de Londres, que nous appelons « Londres notre compte », par le crédit d'un compte de classement, que nous appelons « Opérations sur place », par exemple, où sont portées toutes les opérations faites sur la place de Paris.

b/ Ensuite, nous payons l'aval de Fr. 251.397 par le crédit de Caisse et le débit d'Opérations sur place.

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
b/	251.397	£ 2.700 à 93,11 = 251.397	a/
Caisse			
d/	250.000	251.397	b/
Londres n/cte			
a/	£ 2.700 à 93,11 = 251.397	£ 2.700 à 93,11 = 251.397	c/
Londres s/cte			
e/	250.000	250.000	d/
Londres social			
c/	£ 2.700 à 93,11 = 251.397.	250.000	e/

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
n/	2.683 — 16 — 11	Fr. 250.000 à 93,15 = 2.683 — 16 — 11	m/
Caisse			
p/	2.700	2.683 — 16 — 11	n/
Paris n/cte			
m/	Fr. 250.000 à 93,15 = 2.683 — 16 — 11	Fr. 250.000 à 93,15 = 2.683 — 16 — 11	o/
Paris s/cte			
q/	2.700	2.700	p/
Paris social			
o/	Fr. 250.000 à 93,15 = 2.683 — 16 — 11	2.700	q/

c/ Mais les £ 2.700 étant cédées en social à notre correspondant de Londres, il faut les faire passer dans le compte social avec Londres (Londres social) en débitant Londres social par le crédit de Londres notre compte où nous les prenons.

d/ Notre correspondant de Londres ayant acheté Fr. 250.000 nous les fait verser. Nous débitons Caisse par le crédit de son compte chez nous « Londres son compte ».

e/ Mais puisqu'il nous a cédé ce montant en social, nous le virons de Londres son compte dans Londres social.

A Londres, les écritures sont analogues :

m/ Notre correspondant a à prendre livraison des Fr. 250.000 que son vendeur nous fait verser pour son compte. Aussi débite-t-il son compte chez nous, qu'il appelle « Paris notre compte », par le crédit de son compte de classement, « Opérations sur place ».

n/ Ensuite, il paye £ 2.683 — 16 — 11 par le crédit de caisse et le débit d' « opérations sur place ».

o/ Mais les Fr. 250.000 nous étant cédés en social, il les fait passer dans Paris social, en débitant Paris social par le crédit de Paris notre compte.

p/ Quant aux £ 2.700 que nous avons achetées, elles lui sont versées sur notre ordre. Il en débite sa caisse par le crédit de notre compte chez lui, autrement dit : « Paris son compte ».

q/ Mais puisque nous lui avons cédé ce montant en social, il le vire de « Paris son cte » dans « Paris social ».

En fin de compte, il reste dans nos lignes un solde débiteur de Londres social de Fr. 1.397 et dans les lignes de Londres, un solde créditeur de Paris social de £ 16 — 3 — 1, lequel estimé à 93,15 équivaut à Fr. 1.504,75, d'où un bénéfice de Fr. 107,75.

Vente des deux monnaies.

A Paris, nous vendons £ 2.700 à 93,30 pour Fr. 251.910.

A Londres, notre correspondant vend Fr. 250.000 à 93,27 pour £ 2.680 — 7 — 10.

Les écritures sont inverses des précédentes.

a/ A Paris, nous avons à livrer £ 2.700 et, par conséquent, à donner un ordre de versement à notre correspondant de Londres. Il nous faut ainsi créditer de ce montant notre compte à Londres (Londres n/c^{te}) par le débit d'Opérations sur place.

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
a/	£ 2.700 à 93,30 = 251.910	251.910	b/
Caisse			
b/	251.910	250.000	d/
Londres n/cte			
c/	£ 2.700 à 93,30 = 251.910	£ 2.700 à 93,30 = 251.910	a/
Londres s/cte			
d/	250.000	250.000	e/
Londres social			
e/	250.000	£ 2.700 à 93,30 = 251.910	c/

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
m/	Fr. 250.000 à 93,27 = £ 2.680 — 7 — 10	£ 2.680 — 7 — 10	n/
Caisse			
n/	£ 2.680 — 7 — 10	£ 2.700	p/
Paris n/cte			
o/	Fr. 250.000 à 93,27 = £ 2.680 — 7 — 10	Fr. 250.000 à 93,27 = £ 2.680 — 7 — 10	m/
Paris s/cte			
p/	£ 2.700	£ 2.700	q/
Paris social			
q/	£ 2.700	Fr. 250.000 à 93,27 = £ 2.680 — 7 — 10	o/

b/ Nous encaissons notre aval de Fr. 251.910 et en débitons Caisse par le crédit d'Opérations sur place.

c/ Mais ces £ 2.700 nous ont été cédées en social par notre correspondant de Londres. Nous en créditons Londres social par le débit de Londres n/cte.

d/ D'autre part, nous payons sur les instructions de Londres, les Fr. 250.000 qui ont été vendus. Nous en créditons Caisse par le débit de Londres s/cte.

e/ Mais, comme nous avons cédé en social ces Fr. 250.000 à notre correspondant à Londres, nous les virons au crédit de Londres s/cte par le débit de Londres social.

m/ A Londres, notre correspondant qui a à livrer Fr. 250.000 et, par conséquent, à nous donner un ordre de versement, crédite de ce montant son compte chez nous (Paris n/c^{te}) par le débit d'opérations sur place.

n/ Ensuite, il encaisse £ 2.680 — 7 — 10 par le débit de caisse et le crédit d'opérations sur place.

o/ Mais les Fr. 250.000 lui ayant été cédés en social par nous, il en crédite Paris social par le débit de Paris n/c^{te}.

p/ D'autre part, il paye sur nos instructions £ 2.700 que nous avons vendues. Il en crédite Caisse par le débit de Paris s/c^{te}.

q/ Mais comme c'est lui qui nous a cédé ce montant en social, il le vire au crédit de Paris s/c^{te} par le débit de Paris social.

En fin de compte, il reste dans nos lignes un solde créditeur de Londres social Fr. 1.910 et dans celles de Londres, un solde débiteur de Paris social de £ 19 — 12 — 2, lequel estimé à 93,27 équivaut à Fr. 1.828,85, d'où un bénéfice de Fr. 81,15.

*Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places,
Paris travaillant usance Paris.*

Achat à Paris, couverture à Paris,
Vente à Londres.

A Paris, nous achetons Fr. Belges 225.000 à 97,92 1/2 moyennant Fr. 220.331,25 et nous vendons £ 2.500 à 93,11 pour Fr. 232.775.

A Londres, notre correspondant vend Fr. Belges 225.000 à 95,03 pour £ 2.367 — 13 — 6.

Afin de simplifier, nous supposons que notre correspondant à Londres, avec qui nous faisons ces Francs Belges, a le même correspondant que nous à Bruxelles.

a/ A Paris, nous prenons livraison des Fr.B. 225.000 que nous avons achetés, en débitant notre compte à Bruxelles (Bruxelles n/c^{te}) par le crédit d'opérations sur place.

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
b/	220.331,25	F. B. 225.000 à 97,92 1/2	
		= 220.331,25	a/
d/	£ 2.500 à 93,11 = 232.775	232.775	e/
Caisse			
e/	232.775	220.331,25	b/
Bruxelles n/cte			
a/	F. B. 225.000 à 97,92 1/2	F. B. 225.000 à 97,92 1/2	
	= 220.331,25	= 220.331,25	c/
Londres n/cte			
f/	£ 2.500 à 93,11 = 232.775	£ 2.500 à 93,11 = 232.775	d/
Londres social			
c/	F. B. 225.000 à 97,92 1/2	£ 2.500 à 93,11 = 232.775	f/
	= 220.331,25		

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
m/	F. B. 225.000 à 95,03	£ 2.367 — 13 — 6	n/
	= £ 2.367 — 13 — 6		
Caisse			
n/	£ 2.367 — 13 — 6	£ 2.500	p/
Bruxelles n/cte			
o/	F. B. 225.000 à 95,03	F. B. 225.000 à 95,03	
	= £ 2.367 — 13 — 6	= £ 2.367 — 13 — 6	m/
Paris social			
q/	£ 2.500	F. B. 225.000 à 95,03	
		= £ 2.367 — 13 — 6	o/
Paris s/cte			
p/	£ 2.500	£ 2.500	q/

LES LIGNES DE BRUXELLES

Caisse			
x/	225.000	225.000	z/
Paris s/cte			
y/	225.000	225.000	x/
Londres s/cte			
z/	225.000	225.000	y/

b/ Nous payons l'aval de notre vendeur se montant à Fr. 220.331,25, par le crédit de Caisse et le débit d'opérations sur place.

c/ Mais nous avons cédé ces Fr. B. 225.000 en social à notre correspondant de Londres. Aussi débitons-nous Londres social par le crédit de Bruxelles n/c^{te}.

d/ En second lieu, nous donnons à notre correspondant de Londres, un ordre de versement pour les £ 2.500 que nous avons vendues. Nous créditons donc Londres n/c^{te} par le débit d'opérations sur place.

e/ Nous encaissons notre aval chez notre acheteur pour Fr. 232.775 dont nous débitons Caisse, par le crédit d'opérations sur place.

f/ Mais ces £ nous étant cédées en social par notre correspondant de Londres, nous créditons Londres social par le débit de Londres n/c^{te}.

m/ A Londres, notre correspondant donne à notre correspondant commun de Bruxelles, un ordre de versement de Fr. Belges 225.000. Il crédite donc son compte chez Bruxelles (qu'il appelle Bruxelles n/c^{te}) par le débit d'opérations sur place.

n/ Il reçoit £ 2.367 — 13 — 6 en paiement par le débit de caisse et le crédit d'opérations sur place.

o/ Mais ces Fr. Belges lui étant cédés par nous en social, il crédite Paris social par le débit de Bruxelles n/c^{te}.

p/ Quant aux £ 2.500 que nous avons vendues et qu'il verse sur nos instructions, il en crédite Caisse par le débit de Paris s/c^{te}.

q/ Mais il vire ce montant au crédit de Paris s/c^{te} par le débit de Paris social, puisque c'est lui qui nous l'a cédé en social.

x/ A Bruxelles, le correspondant commun reçoit les Fr. 225.000 que nous avons achetés, il en débite Caisse par le crédit de notre compte chez lui (Paris son compte).

y/ Mais, puisque nous les avons cédés en Social à notre correspondant de Londres, nous donnons à Bruxel-

les l'ordre de les virer au crédit du compte chez lui de notre correspondant de Londres (Londres s/c^{te}).

z/ Londres utilise ce montant et donne un ordre de versement ; aussi le correspondant commun débite Londres s/c^{te} par le crédit de Caisse.

En fin de compte l'opération laisse dans nos lignes au crédit de Londres social, un solde de Fr. 12.443,75 et dans celles de notre correspondant de Londres au débit de Paris social, un solde de £ 132 — 6 — 6, lequel estimé à 93,11 équivaut à Fr. 12.320,80, ce qui laisse un bénéfice de Fr. 122,95.

Achat à Paris,

Vente à Londres,

Couverture à Londres.

A Paris, nous achetons \$ 10.000 à 1935 1/2 moyennant Fr. 193.550.

A Londres, notre correspondant vend \$ 10.000 à 477 7/8 pour £ 2.092 — 12 — 0 et achète Fr. 200.000 à 92,55 moyennant £ 2.160 — 19 — 11.

a/ A Paris, nous prenons livraison des \$ 10.000 que nous avons achetés en débitant notre compte à New-York (New-York n/cte) par le crédit d'opérations sur place.

b/ Nous payons l'aval de notre vendeur se montant à Fr. 193.550 par le crédit de caisse et le débit d'opérations sur place.

c/ Mais, comme nous avons cédé ces \$ 10.000 à notre correspondant de Londres, en Social, nous créditons New-York n/cte par le débit de Londres Social.

d/ D'autre part, notre correspondant de Londres ayant acheté Fr. 200.000 et nous les faisant verser, nous débitons Caisse de ce montant par le crédit de Londres s/cte.

e/ Mais ces Fr. 200.000 nous étant cédés en Social, nous les virons au crédit de Londres Social par le débit de Londres s/c^{te}.

m/ A Londres, notre correspondant donne à New-York un ordre de versement de \$ 10.000. Il crédite son

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
b/	193.550	\$10.000 à 19,35 1/2=193.550	a/
Caisse			
d/	200.000	193.550	b/
New York n/cte			
a/	\$ 10.000 à 19,35 1/2 = 193.550	\$10.000 à 19,35 1/2=193.550	c/
Londres social			
c/	\$ 10.000 à 19,35 1/2 = 193.550	200.000	e/
Londres s/cte			
e/	200.000	200.000	d/

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
m/	\$ 10.000 à 477 7/8 = 2.092 — 12 — 0	2.092 — 12 — 0	n/
q/	2.160 — 19 — 11	Fr. 200.000 à 92,55 = 2.160 — 19 — 11	p/
Caisse			
n/	2.092 — 12 — 0	2.160 — 19 — 11	q/
New York n/cte			
o/	\$ 10.000 à 477 7/8 = 2.092 — 12 — 0	\$ 10.000 à 477 7/8 = 2.092 — 12 — 0	m/
Paris n/cte			
p/	Fr. 200.000 à 92,55 = 2.160 — 19 — 11	Fr. 200.000 à 92,55 = 2.160 — 19 — 11	r/
Paris social			
x/	Fr. 200.000 à 92,55 = 2.160 — 19 — 11	\$ 10.000 à 477 7/8 = 2.092 — 12 — 0	o/

LES LIGNES DE NEW YORK

Caisse			
x/	10.000	10.000	z/
Paris s/cte			
y/	10.000	10.000	x/
Londres s/cte			
z/	10.000	10.000	y/

compte à New-York (New-York n/cte) par le débit d'opérations sur place.

n/ Il reçoit £ 2.092 — 12 — 0 en paiement par le débit de Caisse et le crédit d'opérations sur place.

o/ Mais ces \$ 10.000 lui étant cédés par nous en Social, il crédite Paris Social par le débit de New-York n/cte.

p/ En second lieu, il prend livraison des Fr. 200.000 qu'il a achetés en débitant son compte chez nous (Paris n/cte) par le crédit d'opérations sur place.

q/ Il paye £ 2.160 — 19 — 11 à son vendeur et crédite Caisse par le débit d'opérations sur place.

r/ Mais, comme il nous a cédé ces Fr. 200.000 en Social, il débite Paris Social par le crédit de Paris n/cte.

x/ A New-York, le correspondant commun reçoit les \$ 10.000 que nous avons achetés ; il en débite Caisse par le crédit de Paris s/cte.

y/ Mais nous faisons virer ce montant au crédit du compte de notre correspondant de Londres (Londres s/cte) à qui nous l'avons cédé en Social.

z/ Londres dispose de ce montant par un ordre de versement et le correspondant commun débite Londres s/cte par le crédit de Caisse.

En fin de compte, l'opération laisse dans nos lignes, au crédit de Londres Social, un solde de Fr. 6.450 et dans celles de Londres, au débit de Paris Social un solde de £ 68 — 7 — 11, lequel estimé à 92,55 équivaut à Fr. 6.330,05, ce qui laisse un bénéfice de Fr. 119,95.

Vente à Paris, Couverture à Paris.

Achat à Londres.

A Paris, nous vendons Kc. 120.000 à 55,40 pour Fr. 66.480 et nous achetons £ 800 à 89,00 moyennant Fr. 71.200.

A Londres, notre correspondant achète Kc. 120.000 à 161 moyennant £ 745 — 6 — 10.

a/ A Paris, nous avons à livrer les Kc. 120.000 que

nous avons vendues et nous donnons un ordre de versement à notre correspondant de Prague ; nous créditons ainsi notre compte chez lui (Prague n/cte) par le débit d'opérations sur place.

b/ Nous recevons Fr. 66.480, montant de notre aval, dont nous débitons Caisse par le crédit d'opérations sur place.

c/ Mais ces Kc. 120.000 nous ont été cédées en Social par notre correspondant de Londres, il faut donc en créditer Londres social par le débit de Prague n/cte.

d/ En second lieu, nous prenons livraison des £ 800 que nous avons achetées ; nous débitons ainsi Londres n/cte par le crédit d'opérations sur place.

e/ Nous payons l'aval de notre vendeur, se montant de Fr. 71.200, par le crédit de Caisse et le débit d'opérations sur place.

f/ Mais, comme nous avons cédé ces £ 800 à notre correspondant de Londres en Social, il faut en débiter Londres Social par le crédit de Londres n/cte.

m/ A Londres, notre correspondant prend livraison des Kc. 120.000 qu'il a achetées. Il débite, à cet effet, son compte à Prague (qu'il appelle Prague n/cte) par le crédit d'opérations sur place.

n/ Il paie £ 745 — 6 — 10 par le crédit de Caisse et le débit d'opérations sur place.

o/ Mais, comme il nous a cédé en Social ces Kc. 120.000, il débite Paris Social par le crédit de Prague n/cte.

p/ Quant aux £ 800 que nous avons achetées et que nous lui faisons verser, il en débite Caisse par le crédit de Paris s/cte.

q/ Mais, comme nous les lui avons cédées en Social, il les vire de Paris s/cte au crédit de Paris Social.

x/ A Prague, le correspondant commun reçoit les Kc. 120.000 que notre correspondant de Londres a achetées. Il en crédite Londres c/cte, par le débit de Caisse.

y/ Mais, notre correspondant de Londres les lui fait

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
a/	Kc. 120.000 à 55,40 =	66.480	b/
	Fr. 66.480		
e/	71.200	£ 800 à 89,00 = Fr. 71.200	d/
Caisse			
b/	66.480	71.200	e/
Prague n/cte			
c/	Kc. 120.000 à 55,40	Kc. 120.000 à 55,40	
	= Fr. 66.480	= Fr. 66.480	a/
Londres n/cte			
d/	£ 800 à 89,00 = Fr. 71.200	£ 800 à 89,00 = Fr. 71.200	f/
Londres social			
f/	£ 800 à 89,00 = Fr. 71.200	Kc. 120.000 à 55,40	
		= Fr. 66.480	e/

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
n/	£ 745 — 6 — 10	Kc. 120.000 à 161	
		= £ 745 — 6 — 10	m/
Caisse			
p/	£ 800	£ 745 — 6 — 10	n/
Prague n/cte			
m/	Kc 120.000 à 161	Kc. 120.000 à 161	
	= £ 745 — 6 — 10	= £ 745 — 6 — 10	o/
Paris social			
o/	Kc 120.000 à 161	£ 800	q/
	= £ 745 — 6 — 10		
Paris s/cte			
q/	£ 800	£ 800	p/

LES LIGNES DE PRAGUE

Caisse			
x/	Kc. 120.000	Kc. 120.000	z/
Londres s/cte			
y/	Kc. 120.000	Kc. 120.000	x/
Paris s/cte			
z/	Kc. 120.000	Kc. 120.000	y/

virer au crédit de notre compte (Paris s/cte) puisqu'il nous les a cédées.

z/ Et comme nous les avons vendues, nous donnons un ordre de versement au correspondant commun qui débite Paris s/cte par le crédit de Caisse.

En fin de compte, l'opération laisse dans nos lignes au débit de Londres Social, un solde de Fr. 4.720 et dans celles de Londres, au crédit de Paris Social, un solde de £ 54 — 13 — 2, lequel estimé à 89,00 équivaut à Fr. 4.864,55, ce qui laisse un bénéfice de 144,55.

Vente à Paris,
Achat à Londres, Couverture à Londres.

A Paris, nous vendons Kr.S. 100.000 à 525,50 pour Fr. 525.500.

A Londres, notre correspondant achète Kr. 100.000 à 17,75 moyennant £ 5.633 — 16 — 2 et vend Fr. 530.000 à 93,215 pour £ 5.685 — 15 — 7.

a/ A Paris, nous avons à livrer les Kr. 100.000 que nous avons vendues et nous donnons un ordre de versement à notre correspondant de Stockholm. Nous créditons par suite notre compte chez lui (Stockholm n/cte) par le débit d'opérations sur place.

b/ Nous recevons Fr. 525.500, montant de notre aval, dont nous débitons Caisse par le crédit d'opérations sur place.

c/ Mais ces Kr. 100.000 nous ayant été cédées en Social par notre correspondant de Londres, nous en créditons Londres Social par le débit de Stockholm n/cte.

d/ Par contre, nous versons conformément aux instructions de notre correspondant de Londres les Fr. 530.000 qu'il a vendus. Nous créditons Caisse par le débit de Londres s/cte.

e/ Mais, comme nous lui avons cédé ces Fr. 530.000 en social, il faut les virer au crédit de Londres s/cte par le débit de Londres Social.

m/ A Londres, notre correspondant prend livraison des Kr. 100.000 qu'il a achetées. Il débite, à cet effet,

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
a/	Kr. 100.000 à 525 1/2	525.500	b/
	= 525.500		
Caisse			
b/	525.500	530.000	d/
Stockholm n/cte			
c/	Kr. 100.000 à 525 1/2	Kr. 100.000 à 525 1/2	a/
	= 525.500	= 525.500	
Londres social			
e/	530.000	Kr. 100.000 à 525 1/2	c/
		= 525.500	
Londres s/cte			
d/	530.000	530.000	e/

LEURS LIGNES A LONDRES

Opérations sur place			
n/	£ 5.633 — 16 — 2	Kr. 100.000 à 17,75	
		= £ 5.633 — 16 — 2	m/
p/	Fr. 530.000 à 93,215 =	£ 5.685 — 15 — 7	q/
	£ 5.685 — 15 — 7		
Caisse			
q/	£ 5.685 — 15 — 7	£ 5.633 — 16 — 2	n/
Stockholm n/cte			
m/	Kr. 100.000 à 17,75	Kr. 100.000 à 17,75	
	= £ 5.633 — 16 — 2	= £ 5.633 — 16 — 2	o/
Paris n/cte			
r/	Fr. 530.000 à 93,215	Fr. 530.000 à 93,215	
	= £ 5.685 — 15 — 7	= £ 5.685 — 15 — 7	p/
Paris social			
o/	Kr. 100.000 à 17,75	Fr. 530.000 à 93,215	
	= £ 5.633 — 16 — 2	= £ 5.685 — 15 — 7	r/

LES LIGNES DE STOCKHOLM

Caisse			
x/	100.000	100.000	z/
Londres s/cte			
y/	100.000	100.000	x/
Paris s/cte			
z/	100.000	100.000	y/

son compte à Stockholm (qu'il appelle Stockholm n/cte) par le crédit d'opérations sur place.

n/ Il paie £ 5.633 — 16 — 2 par le crédit de Caisse et le débit d'opérations sur place.

o/ Mais, comme il nous a cédé en Social ces Kr. 100.000, il débite Paris Social par le crédit de Stockholm n/cte.

p/ En second lieu, il nous donne un ordre de versement pour les Fr. 530.000 qu'il a vendus. Il crédite ainsi Paris n/cte par le débit d'opérations sur place.

q/ Il reçoit £ 5.685 — 15 — 7 par le débit de Caisse et le crédit d'opérations sur place.

r/ Mais, comme c'est nous qui lui avons cédé en Social ces Fr. 530.000, il en crédite Paris Social par le débit de Paris n/cte.

x/ A Stockholm, le correspondant commun reçoit les Kr. 100.000 que notre correspondant de Londres a achetées. Il en créditera Londres s/cte par le débit de Caisse.

y/ Mais, notre correspondant de Londres les lui fait virer au crédit de notre compte (Paris s/cte) puisqu'il nous les a cédées.

z/ Et, comme nous les avons vendues, nous en disposons par un ordre de versement donné au correspondant commun qui crédite Caisse par le débit de Paris s/cte.

En fin de compte, l'opération laisse donc nos lignes au débit de Londres Social un solde de Fr. 4.500 et dans celles de Londres, au crédit de Paris Social, un solde de £ 51-19-5, lequel estimé à 93,215 équivaut à 4.844,50, qui laisse un bénéfice de Fr. 344,50.

Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, Paris travaillant usance Londres :

Dans ce cas, à Paris, nous avons traité contre Livres sterling. Par conséquent, il n'y a pas de mouvements de caisse, puisque c'est à Londres que nous recevons ou ver-

sons des Livres sterling en règlement de l'opération conclue à Paris.

Cependant, sur nos Livres, nous ne pouvons pas passer des articles de comptabilité autrement qu'en Francs. Il faut donc, au point de vue comptable, scinder l'opération traitée usance Londres et, puisqu'on s'est engagé à livrer une monnaie étrangère et à en recevoir une autre, considérer qu'on a vendu la première et acheté la seconde. A cet achat et à cette vente, on applique une même contre-valeur en Francs Français; les deux écritures en Francs s'annulent réciproquement, mais on peut ainsi passer en comptabilité l'opération d'usage envisagée comme un achat et une vente de monnaies étrangères.

Dans ces conditions, la comptabilité d'une opération d'usage étrangère ne se distingue pas de celle d'une affaire traitée contre Francs. Le seul point intéressant à signaler est la manière de calculer les cours fictifs qu'on applique.

Nous nous bornerons à un seul exemple.

A Paris, nous achetons Fr. Belges 250.000 à 94,80 moyennant £ 2.637 — 2 — 8.

A Londres, notre correspondant vend Francs Belges 250.000 à 94,75 pour £ 2.638 — 10 — 5.

Nous considérons que nous avons acheté à Paris Fr. Belges 250.000 et vendu £ 2.637 — 2 — 8. A l'achat de Fr. Belges 250.000, nous appliquons un cours tel que celui de 96,35, pratiqué au moment de l'opération. Quant à la vente de £ 2.637 — 2 — 8, il faut lui appliquer un cours qui rende identique les deux réductions en Francs Français et qu'on peut calculer en posant la règle conjointe de la manière suivante :

$$x \text{ Fr. Français} = £ \text{ I.}$$

$$£ \text{ I} = \text{Fr. Belges } 94,80$$

$$\text{Fr. Belges } 100 = \text{Fr. Français } 96,35$$

$$1 \times 94,80 \times 96,35$$

$$\text{d'où il résulte que } x = \frac{1 \times 94,80 \times 96,35}{1 \times 100} = 91,3398.$$

$$1 \times 100$$

L'opération, dans ces conditions, peut se transposer comme suit :

A Paris, nous achetons Fr. Belges 250.000 à 96,35 moyennant Fr. Français 240.875 et nous vendons £ 2.637 — 2 — 8 à 91,3398 pour Fr. Fr. 240.875.

A Londres, notre correspondant vend Fr. Belges 250.000 à 94,75 pour £ 2.638 — 10 — 5.

Ainsi transformée, l'opération d'usage devient semblable à une opération contre Francs Français comportant, dans l'exemple envisagé : achat à Paris, vente à Londres et couverture à Paris.

Opérations passées en compte ordinaire.

Si nous ne travaillons pas en compte social avec notre correspondant de Londres, mais en compte ordinaire, les écritures se présentent différemment. Dans ce cas, en effet, les montants traités avec lui étant considérés comme lui étant achetés ou vendus, nous n'avons plus à connaître comment il dénoue les affaires sur son marché et, par suite, à mettre ses écritures en regard des nôtres.

Dans nos lignes, en revanche, doivent figurer, en plus des opérations traitées sur place de Paris, celles que nous traitons avec notre correspondant de Londres ; de ce fait, naît une difficulté comptable, parce que nos écritures se tiennent en Francs et que les transactions effectuées avec Londres le sont le plus souvent en Livres sterling.

Nous envisagerons le cas de l'arbitrage des deux monnaies nationales et celui de l'arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places, en nous bornant à un seul exemple pour chaque cas.

Arbitrage des deux monnaies nationales.

A Paris nous achetons sur le marché £ 2.700 à 93,11 moyennant Fr. 251.397.

Et nous achetons de notre correspondant de Londres Fr. 250.000 à 93,15 moyennant £ 2.683 — 16 — 11.

Les écritures de l'opération faite sur la place de Paris

sont identiques à celles qui sont passées dans l'hypothèse du compte social à cette exception près, bien entendu, qu'il n'y a pas de virement à effectuer en compte social.

Quant à l'opération conclue avec le correspondant à Londres, on la retourne en quelque sorte et on la considère sous l'aspect d'une vente de £ 2.683 — 16 — 11 à 93,15 pour Fr. 250.000. Nous pouvons ainsi la faire figurer sur nos livres, au débit d'un compte de classement appelé « Opérations avec Londres », par exemple, et au crédit de Londres n/cte où elle vient balancer celle que nous avons traitée sur la place de Paris; tandis que les Fr. 250.000 que Londres nous fait verser, passent au débit de caisse par le crédit de Londres son compte et de là sont virés dans les Opérations avec Londres.

A Londres les écritures de notre correspondant nous concernant se trouvent réduites aux deux mouvements de caisse l'un de £ 2.700 par le crédit de Paris son compte, l'autre de £ 2.683 — 16 — 11 par le débit de Paris son compte.

NOS LIGNES A PARIS

Opérations sur place			
b/	251.397	£ 2.700 à 93,11 = Fr. 251.397 a/	
Opérations avec Londres			
c/	£ 2.683 — 16 — 11 à 93,15	250.000	e/
	= Fr. 250.000		
Londres n/cte			
a/	£ 2.700 à 93,11 = Fr. 251.397	£ 2.683 — 16 — 11 à 93,15	
		= Fr. 250.000	c/
Londres s/cte			
e/	250.000	250.000	d/
Caisse			
d/	250.000	251.397	b/

LES LIGNES DE LONDRES

Caisse			
m/	2.700	2.683 — 16 — 11	n/
Paris s/cte			
n/	2.683 — 16 — 11	2.700	m/

Arbitrage d'une monnaie étrangère aux deux places.

A Paris, nous achetons Fr. Belges 225.000 à 97,92 1/2 moyennant Fr. 220.331,25

Et nous vendons £ 2.500 à 93,11 pour Fr. 232.775.

Nous cédon à notre correspondant de Londres Fr.B. 225.000 à 95,03 pour £ 2.367 — 13 — 6.

Les écritures relatives à l'achat de Fr.B. 225.000 et à la vente de £ 2.500 sur le marché de Paris ne présentent pas de difficultés. Mais la vente au correspondant de Londres de Fr.B. 225.000 contre £. ne peut se passer sur nos livres, comme toute opération d'usage, que scindée en deux, on doit la considérer comme une vente de Fr.B. 225.000 et un achat de £ 2.367 — 13 — 6, auxquels on applique des cours fictifs calculés de telle sorte que les deux réductions en Francs Français soient identiques.

Le plus logique à première vue serait d'appliquer à l'achat de £ 2.367 — 13 — 6 le cours de 93,11 auquel ont été vendues les £ 2.500. Dans ces conditions, le cours de vente de Fr.B. 225.000 ressortirait à 97,9796, puisque

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.F.} &= \text{Fr.B. } 100 \\ \text{Fr.B. } 95,03 &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.F. } 93,11 \\ 100 \times 1 \times 93,11 \\ \text{d'où } x &= \frac{93,11 \times 100}{95,03} = 97,9795 \end{aligned}$$

et tout le bénéfice apparaîtrait dans les Francs Belges. Cependant comme les deux montants en £ ne sont pas identiques, il serait préférable d'annuler l'une par l'autre les opérations en Francs Belges et de passer tout le bénéfice dans le Londres. A cet effet, on applique à la vente des Fr.B. 225.000 le cours d'achat qui est de 97,92 1/2 et, par suite, le cours d'achat des £ 2.367 — 13 — 6 ressort à 93,058, puisque

$$\begin{aligned} x \text{ Fr.F.} &= £ 1 \\ £ 1 &= \text{Fr.B. } 95,03 \\ \text{Fr.B. } 100 &= \text{Fr.F. } 97,92 \frac{1}{2} \end{aligned}$$

$$\text{d'où } x = \frac{1 \times 95,03 \times 97,925}{1 \times 100} = 93,058$$

L'opération d'arbitrage se décompose ainsi au point de vue comptable en deux opérations :

Achat sur la place de Paris de Fr. Belges 225.000 à 97,92 1/2 = Fr. 220.331,25.

Vente au correspondant de Londres de Fr. Belges 225.000 à 97,92 1/2 = Fr. 220.331,25.

Achat au correspondant de Londres de £ 2.367 — 13 — 6 à 93,058 = Fr. 220.331,25.

Vente sur la place de Paris de £ 2.500 à 93,11 = Fr. 232.775.

Nous nous retrouvons ainsi dans l'hypothèse précédente et chacune des deux opérations se passe séparément en comptabilité d'après les principes énoncés pour l'arbitrage des deux monnaies nationales.

DEUXIEME PARTIE

LE MARCHÉ A TERME

Les modifications économiques et financières issues de la Guerre qui ont transformé le fonctionnement du marché au comptant, ont conduit à l'établissement d'un marché à terme. Les opérations de change à terme étaient à peu près inconnues en France avant et pendant la Guerre; mais depuis quelques années, elles sont de plus en plus pratiquées. Le marché à terme qui s'est ainsi constitué, s'est organisé dans des conditions entièrement nouvelles; il s'est greffé sur le marché au comptant mais en diffère sur un bon nombre de points.

Il convient en premier lieu de reprendre séparément les phases successives des opérations à terme, ainsi que nous l'avons fait pour les opérations au comptant, et ensuite d'examiner diverses questions qui sont particulières au marché à terme.

CHAPITRE PREMIER

CONCLUSION VERBALE DES AFFAIRES

Le marché à terme n'est pas séparé du marché au comptant. Les affaires à terme se traitent, en même temps que les affaires au comptant, en Bourse ou hors Bourse suivant la convenance des parties. Pas plus que sur le marché au comptant, il n'existe sur le marché à terme d'intermédiaires privilégiés et les Banques contractent entre elles, à terme comme au comptant, directement ou par l'intermédiaire des courtiers.

Opérations à terme sec et opérations liées.

L'opération à terme est caractérisée par la stipulation d'un délai pour la livraison de la marchandise et le paiement du prix. Cependant, en matière de change, l'opération à « terme sec », c'est-à-dire la cession d'un montant de monnaie étrangère livrable et payable à une échéance donnée, est inconnue sur le marché; elle n'est pratiquée par les maisons de Banque que dans leurs rapports avec leur clientèle. Sur le marché, on procède toujours par voie d'opérations liées de prêts ou d'emprunts. En langage cambiste, le prêt est la combinaison d'une vente au comptant et d'un achat à terme et l'emprunt, celle d'un achat au comptant et d'une vente à terme (1).

(1) Juridiquement, il est indiscutable que les opérations de change à terme ne constituent ni des prêts ni des emprunts. Le prêt et l'emprunt comportent, en effet, la prestation et le remboursement d'une monnaie déterminée soit gratuitement, soit moyennant un intérêt. Au contraire, les opérations de change liées sont constituées par un achat et une vente simultanés impliquant comme tous les achats et toutes les ventes de change, substitution d'une monnaie à une autre.

Quand une Banque fait un terme sec, elle traite immédiatement pour un montant donné livrable à une échéance déterminée à un prix fixé; c'est ainsi, par exemple, qu'elle cède ou prend à un client £ 5.000, livraison trois mois.

Par contre, quand elle traite sur le marché, elle doit décomposer en deux opérations séparées l'opération d'achat ou de vente à terme qu'elle envisage : d'une part, elle effectue une opération d'achat ou de vente au comptant et, d'autre part, elle reporte cette opération à l'échéance convenable, soit par un prêt du montant acheté comptant, soit par un emprunt du montant vendu comptant.

Si, par exemple, une Banque veut acheter sur le marché £ 10.000 à trois mois, elle commence par les acheter au comptant ce qui entraîne pour elle la double obligation d'en prendre livraison à Londres et de les payer à Paris, valeur compensée deux jours. Comme elle ne désire entrer en possession de ces £ 10.000 que trois mois plus tard, elle les prête pour cette période, c'est-à-dire qu'elle les vend au comptant et les achète à terme. La vente au comptant se traduisant par la double obligation de livrer £ 10.000 à Londres et d'en demander paiement à Paris, valeur compensée deux jours, annule l'achat au comptant en utilisant les £ 10.000 reçues et en fournissant les Francs pour les payer. Il ne subsiste ainsi que l'achat de £ 10.000 à terme qui se réglera par la livraison et le paiement de ce montant dans trois mois.

Si, au contraire, la Banque veut vendre sur le marché £ 10.000 à trois mois, les opérations successives se déroulent en sens inverse. Tout d'abord, elle vend £ 10.000 comptant, ce qui comporte l'engagement de les livrer à Londres valeur deux jours en présentant aval à Paris le même jour. Ensuite, elle dénoue le terme en empruntant £ 10.000 pour trois mois, c'est-à-dire qu'elle achète £ 10.000 comptant et les vend à trois mois. L'achat au comptant entraîne les obligations de prendre livraison des £ 10.000 à Londres et de les payer à Paris, valeur

compensée deux jours. Cette opération permet d'exécuter les engagements pris en vendant £ 10.000 comptant et, en fin de compte, les deux transactions au comptant s'annulant réciproquement, il ne subsiste plus que la vente à terme de £ 10.000 qui se réglera par la livraison et le paiement de ce montant dans trois mois.

Rien n'empêche de greffer plusieurs opérations à terme les unes sur les autres et il se produit fréquemment qu'à l'échéance d'une opération sèche ou d'une opération liée, on la prolonge en la reportant à une échéance nouvelle.

Les opérations à terme portent en général sur des montants élevés tels que £ 10.000 ou \$ 50.000. En temps normal, il est rare de trouver des prêteurs ou des emprunteurs pour £ 1.000 ou \$ 10.000 seulement.

La plupart des monnaies ayant un marché actif à Paris sont susceptibles d'être traitées à terme. Cependant, à terme comme au comptant, la monnaie la plus recherchée est la Livre sterling et l'importance des affaires à terme la concernant l'emporte largement sur toutes les autres.

SECTION PREMIÈRE

Le marché avant Bourse

Les affaires à terme se traitent tous les jours à partir de 10 heures. Plus tôt, il n'est guère possible d'opérer. La tendance du marché à terme se conforme, en effet, le plus souvent, à celle du marché au comptant ; il en résulte que la plupart des Banques préfère s'abstenir tant que les cours du comptant ne se sont pas précisés.

BANQUES ET COURTIERS

Les affaires de change à terme se concluent sur le marché entre Banques. Comme pour les affaires au comptant, les Maisons cherchent des contreparties sur le

Marché afin de dénouer les opérations traitées d'autre part, soit sur place, soit avec des places de province, soit enfin avec des places de l'étranger (1).

En raison de l'enchevêtrement nécessaire des opérations à terme et des opérations au comptant, il serait pratiquement bien difficile à une Maison importante de délaisser les affaires à terme pour se cantonner exclusivement dans celles au comptant. Cependant de nombreuses Maisons ne recherchent pas les engagements à terme. Ces opérations présentent en effet un risque en raison de leur durée car il n'est pas d'usage entre Banques de se demander de marges de garantie. Il en résulte que, dans les périodes troublées, les Maisons importantes deviennent de plus en plus difficiles dans le choix de leurs contreparties et qu'elles n'acceptent de traiter qu'avec les Maisons qu'elles estiment en mesure de surmonter sans défaillance les éventualités que l'on peut redouter; le Marché à terme devient alors extrêmement étroit et il n'est pas rare de voir sur le Marché des propositions fort avantageuses rester sans réponse.

Un certain nombre de Courtiers en Banque se sont spécialisés dans le terme. On interroge toujours ces derniers pour connaître l'état du Marché et c'est par leur entremise que se conclut la plupart des transactions. Leur entremise n'est évidemment pas obligatoire pour les Banques mais, en pratique, ces dernières traitent fort peu d'affaires à terme directement, même à la Bourse. Le Service des Changes de la Chambre Syndicale des Agents de Change est une des Maisons de courtage qui se consacrent presque exclusivement aux opérations à terme.

(1) Il y a lieu de signaler que les relations entre les Maisons établies en France et celles établies à l'Etranger sont limitées par des restrictions tendant à interdire les opérations à terme mettant des Francs à la disposition des secondes. Il en résulte qu'il est illicite dans beaucoup de cas, d'emprunter des monnaies étrangères à une Banque établie à l'Etranger.

En province, cette spécialisation des Courtiers n'a pas lieu d'exister. La plupart des marchés de province se borne à suivre l'impulsion qui leur vient de celui de Paris dont, en une certaine mesure, ils constituent des annexes. Le rôle principal des courtiers établis en Province est d'assurer la liaison la plus fréquente possible entre leur place et Paris et, lorsqu'ils ont à faire du terme, ils se conforment aux indications de terme qui leur viennent de la Capitale.

A terme comme au comptant, les rapports entre les Maisons de Banque et les Courtiers sont différents suivant que ces derniers sont établis à Paris ou en Province ; les Banques annoncent aux Courtiers de Province les conditions auxquelles elles sont disposées à traiter tandis qu'elles s'enquièreut auprès des Courtiers de Paris de l'état du marché et qu'elles dénouent par leur entremise les affaires conclues par ailleurs.

Les Banques traitent toujours sur le marché en leur nom personnel, même lorsqu'elles agissent en fait pour le compte de leurs clients. Au contraire, les Courtiers doivent annoncer le nom de la contrepartie dès la conclusion de l'affaire. En raison du petit nombre de contreparties qu'elles consentent à accepter, les Maisons de Banques importantes ne donnent jamais leur accord définitif à un Courtier sans connaître le nom de la Maison pour laquelle il traite. Le Courtier n'est d'ailleurs tenu de fournir ce renseignement qu'une fois réglées les autres modalités de l'opération, et les Banques ne sont pas en droit de l'exiger au moment où elles s'enquièreut de l'état du marché. Dans ces conditions, il peut arriver qu'une Banque éprouve de sérieuses difficultés à dénouer sur le marché les affaires à terme qu'elle a conclues par ailleurs sur la base des indications fournies par les Courtiers, au cas où les propositions que ces derniers ont en main émanent de maisons qu'elle entend écarter.

ECHÉANCES ET MONTANTS

Sur le marché des changes, les délais de livraison d'un usage courant sont ceux d'un mois et de trois mois. Cependant, on traite assez facilement à l'échéance de deux mois. Par contre, il est très difficile de trouver des contreparties pour plus de trois mois. Cette limitation n'est motivée par aucune raison de principe. Le marché des changes n'a fait que se conformer aux usages du crédit commercial dont la durée normale est de trois mois. Si le commerce et l'industrie étaient en mesure de pratiquer davantage les crédits à plus de trois mois, les contreparties à échéances lointaines se rencontreraient plus fréquemment sur le marché des changes. Pendant l'été 1925, un certain nombre de contrats de change se sont conclus à six mois, mais cette pratique est demeurée exceptionnelle. Aussi, dans la grande majorité des cas, lorsqu'on veut assurer son change à plus de trois mois, on est obligé de traiter d'abord à trois mois, puis, à l'échéance, de reporter la position pour une autre période, ce qui ne peut s'effectuer, bien entendu, qu'aux conditions du moment.

Le délai de livraison d'un ou plusieurs mois n'est pas compté du jour où l'opération a été conclue, mais à partir de celui où se réglerait la valeur de l'opération si elle avait été traitée comptant. C'est ainsi qu'une opération à trois mois portant sur des Livres sterling ou des dollars et conclue le 10 janvier, arrive à échéance le 12 avril, ces deux monnaies se traitant au comptant valeur deux jours, et que la date de livraison serait le 13 avril s'il s'agissait de Lires ou de Pesetas, monnaies qui se règlent au comptant valeur trois jours.

Les parties peuvent convenir d'une échéance autre que celle d'un ou de plusieurs mois. Cependant les Maisons de Paris évitent d'une manière générale de s'écarter des échéances typiques. Il est, en effet, beaucoup plus difficile de trouver des contreparties quand il s'agit

d' « échéances brisées », même dans le cas où ces échéances sont des fins de mois.

Quelle que soit la date de livraison adoptée, elle est librement choisie par les parties. Les échéances des opérations de change à terme d'une Maison de Banque se répartissent ainsi sur tous les jours du mois; cependant le 15 et le 30 ou le 31 de chaque mois sont beaucoup plus chargés que les autres jours, mais cette accumulation d'échéance au milieu et à la fin des mois s'explique par la convenance des parties, et n'est pas la conséquence d'une réglementation ou d'un usage.

La pratique du marché des changes est totalement différente de celle du marché des valeurs où le terme est nécessairement un des jours fixés pour les liquidations (1), et où les affaires ne peuvent être conclues à une échéance plus éloignée que la fin du mois suivant (fin prochain).

De plus, sur le marché des changes, il n'existe pas de différence entre les montants négociables au comptant et les montants négociables à terme. Les limites inférieures de négociation courante sont les mêmes aussi bien à terme qu'au comptant. Au contraire, sur le marché des valeurs, on peut négocier au comptant n'importe quelle quantité de titres, mais les négociations à terme ne sont autorisées que pour une quantité minima fixée par la réglementation en vigueur et pour les multiples de cette quantité (2).

Cette différence entre deux marchés à terme qui, à première vue, devraient être l'objet de règlements analogues, s'explique en grande partie par le fait qu'ils ne

(1) Au Parquet, il y a deux liquidations par mois, l'une à la Bourse du 15, l'autre à la dernière Bourse du mois. Cependant les opérations sur les fonds d'Etat, les actions de la Banque de France, du Crédit Foncier et des Compagnies de Chemins de fer ne se liquident qu'en fin de mois.

En coulisse, il n'existe qu'une liquidation qui a lieu à la dernière Bourse du mois.

(2) Pour la rente 3 %, on ne négociait pas à terme moins de 1.500 Francs de rente.

Pour les actions et les obligations, on traite par 25 titres.

se sont pas constitués pour répondre à des besoins identiques. Le marché des changes à terme permet au Commerce et à l'Industrie de se mettre à l'abri des fluctuations des cours des monnaies étrangères, en leur fournissant le moyen d'assurer leur change pour le montant et pour l'échéance qui les intéressent. Le marché des valeurs présente surtout l'utilité d'organiser le marché en vue de rendre possible un très grand nombre de transactions, par le règlement de la plupart d'entre elles à un jour donné, ce qui facilite le jeu des compensations entre intermédiaires.

Il est intéressant de noter que les opérations à prime sont inconnues sur le marché des changes.

LES TAUX DU TERME

Lorsqu'une Maison de Banque désireuse de savoir ce que vaut le terme, interroge ses Courtiers, ceux-ci ne lui fournissent pas des cours de Livre Sterling, de dollar ou de toute autre monnaie, livrables à un ou à trois mois, mais lui indiquent l'écart existant entre la valeur d'une monnaie à terme et sa valeur au comptant. Cet écart est, suivant les cas, positif, nul ou négatif.

Quand le terme vaut la même chose que le comptant, on dit qu'il est au pair; quand il vaut plus cher, on dit qu'il y a du report et, quand il vaut moins cher, on dit qu'il y a du déport. Pour obtenir un cours de terme lorsqu'on ne traite pas au pair, on ajoute le report au cours de comptant ou on retranche le déport de ce même cours.

Les taux de terme diffèrent naturellement suivant les échéances, mais ils ne sont pas rigoureusement proportionnels à la durée du délai de livraison. C'est ainsi que le taux à trois mois n'est pas nécessairement le triple de celui à un mois et que le taux à deux mois n'est pas toujours égal à la moyenne des deux autres. Quant à l'échéance de six mois, le taux auquel on traite, lorsqu'on peut en faire, n'est presque jamais le double du taux

à trois mois. Ces anomalies proviennent de ce qu'à certains moments, certaines échéances sont beaucoup plus recherchées que les autres.

En ce qui concerne les taux à appliquer aux échéances brisées, la difficulté de trouver des contreparties rend leur évaluation incertaine principalement au cours des périodes agitées et il est rare qu'on puisse les estimer sur la base des taux pratiqués à un, deux ou trois mois.

Taux prêteur et taux emprunteur

Pour chacune des deux échéances typiques, il existe en temps normal, deux taux de report ou de déport : un taux prêteur et un taux emprunteur. Ces deux expressions s'expliquent par le fait déjà signalé qu'on ne peut pas négocier directement des devises à terme sur le marché et que l'opération à terme se décompose en deux opérations distinctes : une opération d'achat ou de vente au comptant et un prêt ou un emprunt pour la durée convenable du montant négocié au comptant, le prêt et l'emprunt se décomposant à leur tour en deux opérations de sens inverse, l'une au comptant, l'autre à terme.

Les taux prêteurs indiquent les conditions auxquelles on peut trouver des prêteurs sur le marché et les taux emprunteurs, celles auxquelles on peut trouver des emprunteurs. Suivant qu'on pratique du report ou du déport, les taux du terme présentent des caractéristiques inverses et l'écart existant retombe soit à la charge du prêteur (report) soit à celle de l'emprunteur (déport).

Cas du report.

Lorsqu'il existe du report sur une monnaie à terme et qu'ainsi cette monnaie vaut plus cher à terme qu'au comptant, le prêteur de cette monnaie qui vend comptant et achète à terme, achète plus cher qu'il n'a vendu, tandis que l'emprunteur qui achète comptant et vend à terme, vend plus cher qu'il n'a acheté. Le report est ainsi payé par le prêteur à l'emprunteur. Le taux prêteur sur

le marché est plus faible en valeur numérique que le taux emprunteur ; il est normal en effet, que les propositions émanant des prêteurs soient inférieures aux prétentions des emprunteurs.

L'écart existant ainsi entre le taux prêteur et le taux emprunteur est analogue à celui qui sépare, au comptant, le cours demandé du cours offert. Le prêteur est, en effet, demandeur de monnaie à terme, tandis que l'emprunteur en offre et il est évident qu'aussi bien à terme qu'au comptant, une monnaie est demandée sur le marché à un prix plus bas que celui auquel elle est offerte.

Supposons, par exemple, que le report Londres et dollar vaille sur le marché :

	£	\$
1 mois	26 — 28	8 — 9
3 mois	118 — 120	28 — 29 (1)

Ces données signifient qu'il existe sur place des prêteurs de Livres sterling disposés à payer à leur emprunteur 26 centimes par Livre sterling pour la période d'un mois et 1 fr. 18 pour celle de trois mois, — et des prêteurs de dollars disposés à payer à leur emprunteur 8 centimes par dollar pour la période d'un mois et 28 centimes pour celle de trois mois ; — mais que, par contre, les emprunteurs de Livres sterling sur place veulent recevoir de leurs prêteurs, 28 centimes par Livre sterling pour la période d'un mois et 1 fr. 20 pour celle de trois mois et que les emprunteurs de dollars veulent recevoir de leurs prêteurs, 9 centimes par dollar pour la période d'un mois et 29 centimes pour celle de trois mois.

Dans ces conditions, si l'on est soi-même prêteur, on ne peut prêter qu'aux taux où l'on trouve des emprunteurs, et il faut consentir à payer à son emprunteur, 28 centimes par Livre sterling pour un mois et 1 fr. 20

(1) C'est-à-dire :

(1) C'est à dire :		£	\$
26 c. prêteur à	28 c. emprunteur	8 c. prêteur à	9 c. emprunteur
118 c. prêteur à	120 c. emprunteur	28 c. prêteur à	29 c. emprunteur

pour trois mois, ou 9 centimes par dollar pour un mois et 29 centimes pour trois mois. Si l'on est emprunteur, on ne peut emprunter qu'aux taux où l'on trouve des prêteurs et il faut consentir à recevoir de son prêteur, 26 centimes par Livre sterling pour un mois et 1 fr. 18 pour trois mois, ou 8 centimes par dollar pour un mois et 28 centimes pour trois mois.

Une fois que les parties se sont mises d'accord sur le taux de report à appliquer au prêt ou à l'emprunt qu'elles ont conclu, elles n'ont ainsi fixé que l'écart qui existera entre les deux parties de l'opération liée, ce qui est d'ailleurs le point le plus important. Il leur faut également convenir d'un cours de base qui permette de déterminer la contrevaletur en Francs du montant de monnaie étrangère acheté et vendu. Le cours de base est appliqué tel quel à l'opération au comptant et il est majoré, pour l'opération à terme, du taux de report convenu. Comme cours de base, on prend en général le cours pratiqué sur le marché au comptant au moment où l'on opère.

C'est ainsi que si l'on veut acheter sur le marché £ 10.000 à trois mois, on doit d'abord les acheter au comptant, par exemple à 103,38, et ensuite les prêter pour trois mois en payant 1 fr. 20. Si l'on convient d'un cours de base de 103,30, on a donc vendu le comptant à 103,30 et acheté le terme à 104,50 ($103,30 + 1,20$). La différence de 8 centimes par Livre Sterling existant entre les cours des deux opérations au comptant (1), soit 800 francs, est dénuée d'importance par rapport aux chiffres en présence. En fin de compte, l'achat à terme des £ 10.000 ressort à 104,58, total du cours auquel a été acheté le comptant (103,38) et du taux auquel a été dénoué le report (1,20).

(1) Cette différence s'explique par le fait que l'opération au comptant et l'opération liée ne sont pas traitées sur le marché avec les mêmes contreparties et qu'ainsi il n'est pas toujours possible d'appliquer comme cours de base à l'opération liée, le cours auquel a été effectuée l'opération au comptant.

Si, par contre, on veut vendre £ 10.000 à trois mois, on doit d'abord les vendre au comptant, par exemple à 103,33, et ensuite les emprunter pour trois mois en recevant 1 fr. 18. Si le cours de base est 103,30 cette fois encore, on a donc acheté le comptant à 103,30 et vendu le terme à 104,48 ($103,30 + 1,18$). La différence de 300 francs entre les deux opérations au comptant peut être négligée. En définitive, les £ 10.000 ont été vendues à terme au prix de 104,51, total du cours auquel a été vendu le comptant (103,33) et du taux auquel a été dénoué le report (1,18).

Cas du déport.

Lorsqu'il y a du déport sur une monnaie à terme et qu'ainsi cette monnaie vaut moins cher à terme qu'au comptant, le prêteur de cette monnaie qui vend comptant et achète à terme, achète moins cher qu'il n'a vendu, tandis que l'emprunteur qui achète comptant et vend à terme, vend moins cher qu'il n'a acheté. Le déport est ainsi payé par l'emprunteur au prêteur et, sur le marché, le taux emprunteur est plus faible en valeur numérique que le taux prêteur, les emprunteurs n'allant pas au devant des prétentions des prêteurs.

Le taux emprunteur est plus faible en valeur numérique que le taux prêteur quoique le prêteur soit demandeur de monnaie à terme tandis que l'emprunteur en offre et que le prix auquel une monnaie est demandée doit être plus bas que celui auquel elle est offerte. Les taux de déport sont, en effet, des nombres négatifs et, à ce titre, leur valeur absolue est inverse de leur valeur numérique.

Supposons, par exemple, que l'on donne comme taux de déport sur la Lire Italienne :

1 mois :	20	à	25	
3 mois :	30	à	35	(2)

(2) C'est-à-dire :

20 c. emprunteur	à	25 c. prêteur.
30 c. —	à	35 c. —

Ces indications signifient que, sur place, les emprunteurs de Lires consentent à payer 20 centimes (1) par Lit. 100 pour la période d'un mois et 30 centimes par Lit. 100 pour celle de 3 mois — et que les prêteurs veulent recevoir 25 centimes par Lit. 100 pour la période d'un mois et 35 centimes par Lit. 100 pour celle de trois mois.

Dans ces conditions, si l'on est emprunteur de Lires, on ne peut emprunter qu'aux taux auxquels on trouve des prêteurs et il faut consentir à payer 25 centimes ou 35 centimes par Lit. 100, suivant la période. Si l'on est prêteur, on ne peut prêter qu'aux taux auxquels on trouve des emprunteurs et il faut consentir à recevoir 20 ou 30 centimes par Lit. 100 suivant la période.

Les parties, après avoir fixé le taux de dépôt, ont à faire choix d'un cours de base qui est appliqué tel quel à l'opération au comptant mais qui est diminué, pour l'opération à terme, du taux de dépôt convenu.

C'est ainsi que, si l'on veut acheter sur le marché un demi-million d'Italie à trois mois, on doit d'abord l'acheter au comptant, au cours de 86,10 par exemple, et ensuite le prêter pour trois mois, en recevant 30 centimes. En prenant le cours de base de 86,00, par exemple, on a ainsi vendu le comptant à 86,00 et acheté le terme à 85,70 ($86,00 - 0,30$). La différence résultant de l'écart de 10 centimes par Lit. 100 existant entre le cours d'opéré du comptant et le cours de base, soit 500 fr., n'a qu'une importance négligeable. L'achat à terme de Lit. 500.000 revient donc à 85,80, différence entre le cours auquel a été acheté le comptant (86,10) et le taux auquel a été dénoué le dépôt (0,30).

Si, par contre, on veut vendre un demi-million d'Italie à trois mois, on doit d'abord le vendre au comptant, au cours de 85,95 par exemple, et l'emprunter ensuite pour trois mois en payant 35 centimes. Si le cours de base est, cette fois encore, 86,00, on a ainsi acheté le

(1) Centimes français, bien entendu.

comptant à 86,00 et vendu le terme à 85,65. On ne tient pas compte de l'écart de 250 Francs existant entre les deux opérations au comptant. La vente à terme ressort ainsi à 85,60, différence entre le cours auquel a été vendu le comptant (85,95) et le taux auquel a été dénoué le déport (0,35).

Cas du pair.

Lorsqu'une monnaie à terme vaut le pair, il n'y a pas d'écart entre le prix de cette monnaie à terme et au comptant. Cependant, il est rare que le marché soit à la fois prêteur au pair et emprunteur au pair; quand le terme vaut à peu près la même chose que le comptant, le marché est en général soit prêteur au pair et emprunteur avec un léger report, soit emprunteur au pair et prêteur avec un léger déport.

C'est ainsi que le Londres un mois vaut parfois le pair à quelques centimes de report, 3 par exemple. Dans ce cas, les prêteurs de Livres sterling pour un mois, ont l'intention de prêter en ne payant rien à leurs emprunteurs, mais, par contre, les emprunteurs veulent recevoir de leurs prêteurs 3 centimes par Livre sterling pour la période.

Si l'on est prêteur, on est obligé de prêter au taux auquel on trouve des emprunteurs, c'est-à-dire de payer 3 centimes pour un mois et si l'on est emprunteur, on ne peut emprunter qu'au taux auquel on trouve des prêteurs et l'on doit consentir à ne rien recevoir pour la période.

Lorsqu'on traite au pair, le cours de base est appliqué tel quel, aussi bien à l'opération à terme qu'à celle au comptant.

C'est ainsi que, si l'on veut acheter sur le marché £ 10.000 à un mois, on les achète d'abord au comptant, par exemple à 103,05, et on les prête pour un mois en payant 3 centimes. Si le cours de base convenu est 103,00, on a ainsi vendu le comptant à 103,00 et acheté le terme à 103,03 ($103,00 + 0,03$). En fin de compte,

l'achat à terme de £ 10.000 ressort à 103,08, total du cours auquel on a acheté le comptant (103,05) et du taux auquel a été dénoué le report (0,03).

Si, par contre, on veut vendre £ 10.000 à un mois, on les vend d'abord au comptant, à 103,02 par exemple, et on les emprunte pour un mois au pair. Si le cours de base convenu est 103,00, cette fois encore, on a ainsi acheté le comptant à 103,00 et vendu le terme au même prix. En définitive, les £ 10.000 ont été vendues à terme au prix de 103,02, cours auquel elles ont été vendues au comptant.

Si le dollar un mois vaut le pair à 0,01 de déport, les emprunteurs de dollars pour un mois ont l'intention d'emprunter en ne payant rien à leurs prêteurs, tandis que les prêteurs veulent recevoir de leurs emprunteurs un centime par dollar.

Si l'on est emprunteur, on ne peut emprunter qu'au taux auquel on trouve des prêteurs et il faut accepter de payer un centime par dollar pour un mois et, si l'on est prêteur, on ne peut prêter qu'au taux auquel on trouve des emprunteurs et l'on doit consentir à ne rien recevoir pour la période.

C'est ainsi que si l'on veut acheter \$ 25.000 à un mois, on les achète d'abord au comptant, par exemple à 20,03 et on les prête pour un mois au pair. Si le cours de base convenu est 20,00, on a ainsi vendu le comptant 20,00 et acheté le terme au même prix. Les \$ 25.000 achetés à terme reviennent donc à 20,03, cours auquel ils ont été achetés au comptant.

Si, par contre, on veut vendre \$ 25.000 à un mois, on les vend d'abord au comptant, par exemple à 20,01, et on les emprunte pour un mois en payant un centime. Si le cours de base est 20,00, cette fois encore, on a ainsi acheté le comptant 20,00 et vendu le terme 19,99. Les \$ 25.000 vendus à terme ressortent donc à 20,00, différence entre le cours auquel on a vendu le comptant (20,01) et le taux auquel on a dénoué le déport (0,01).

Le marché à Londres.

Le marché à terme est fort actif à Londres et présente beaucoup de traits communs avec celui de Paris. Sur les deux marchés, la plupart des affaires se règlent aux échéances d'un, deux ou trois mois et le prix des monnaies à terme est indiqué par l'écart existant entre leurs valeurs à terme et au comptant.

Les expressions correspondant à « report » et à « déport » en usage à Londres sont celles de « prime » et de « discount ».

Londres cote le certain et ce mode de cotation a pour conséquence que les taux de discount ou de prime s'expriment en monnaies étrangères et indiquent combien une Livre sterling vaut de Francs, de Lires ou de dollars de plus ou de moins à terme qu'au comptant. Lorsque la monnaie envisagée vaut moins cher à terme qu'au comptant, on doit ajouter les taux de discount aux cours du comptant et, lorsque la monnaie envisagée vaut plus cher à terme qu'au comptant, on doit retrancher les taux de prime des cours du comptant.

Il existe simultanément un taux prêteur et un taux emprunteur pour chaque échéance. L'écart retombe, suivant le cas, à la charge soit de l'emprunteur qui remet à l'échéance plus de monnaie étrangère qu'il n'en a reçue (discount) soit du prêteur qui reçoit à l'échéance moins de monnaie étrangère qu'il n'en a remis (prime).

Cas du discount.

Lorsqu'il existe du discount sur une monnaie à terme et qu'ainsi cette monnaie vaut moins cher à terme qu'au comptant, le prêteur de cette monnaie qui vend comptant et achète à terme, achète moins cher qu'il a vendu, tandis que l'emprunteur qui achète comptant et vend à terme, vend moins cher qu'il n'a acheté. Le discount est ainsi payé par l'emprunteur au prêteur et, en conséquence, le taux emprunteur est plus faible en valeur

numérique que le taux prêteur, les emprunteurs n'allant pas au devant des prétentions des prêteurs.

L'écart existant ainsi entre les deux taux est analogue à celui qui sépare, au comptant, le cours offert du cours demandé. Le prêteur est, en effet, demandeur de monnaie à terme tandis que l'emprunteur en offre et la quantité de monnaie étrangère offerte sur le marché en échange de l'unité de monnaie nationale (£ 1) est évidemment, aussi bien à terme qu'au comptant, moins élevée que celle qui est demandée en échange de cette même unité.

Supposons que les taux de discount sur le Paris soient les suivants :

1 mois	26	—	28
3 mois	118	—	120 (1)

Ces données signifient qu'il existe sur place des emprunteurs de Paris disposés à payer à leurs prêteurs 26 centimes par Livre sterling pour la période d'un mois et 1 fr. 18 pour celle de trois mois et des prêteurs de Paris voulant recevoir de leurs emprunteurs 28 centimes par Livre sterling pour la période d'un mois et 1 fr. 20 pour celle de trois mois.

Dans ces conditions, si l'on est soi-même emprunteur on ne peut emprunter qu'au taux où l'on trouve des prêteurs et il faut consentir à payer à son prêteur 28 centimes ou 1 fr. 20, suivant la période; — si l'on est prêteur, on ne peut prêter qu'aux taux où l'on trouve des emprunteurs et il faut consentir à recevoir de son emprunteur 26 centimes ou 1 fr. 18, suivant la période.

Bien entendu, on doit convenir d'un cours de base qui permette de calculer la contrevaleur en Livres sterling du montant de Paris acheté et vendu. Ce cours de base est appliqué tel quel à l'opération au comptant et est majoré pour l'opération à terme, du taux de discount convenu.

(1) C'est-à-dire :
26 emprunteur à 28 prêteur.
118 — à 120 —

Si, par exemple, on veut vendre un demi-million de Paris à trois mois, on doit d'abord le vendre au comptant, à 103,38 par exemple, puis l'emprunter pour trois mois en payant 1 fr. 20 par Livre sterling. Si le cours de base choisi est 103,30, on a ainsi acheté le comptant à 103,30 et vendu le terme à 104,50 ($103,30 + 1,20$). En fin de compte, la vente de Paris à terme ressort à 104,58, total du cours auquel a été vendu le comptant (103,38) et du taux de discount convenu (1,20).

Si, par contre, on veut acheter un demi-million de Paris à trois mois, on doit d'abord l'acheter au comptant, à 103,33 par exemple, et le prêter ensuite pour trois mois en recevant 1 fr. 18, par Livre sterling. Si le cours de base est 103,30 cette fois encore, on a ainsi vendu le comptant à 103,30 et acheté le terme à 104,48 ($103,30 + 1,18$). En définitive, l'achat du Paris à terme revient à 104,51, total du cours auquel a été acheté le comptant (103,33) et du taux de discount convenu (1,18).

Cas de la prime.

Lorsqu'une monnaie fait prime à terme et qu'ainsi elle vaut plus cher à terme qu'au comptant, le prêteur de cette monnaie qui vend comptant et achète à terme, achète plus cher qu'il n'a vendu, tandis que l'emprunteur qui achète comptant et vend à terme, vend plus cher qu'il n'a acheté. La prime est ainsi payée par le prêteur à l'emprunteur et, en conséquence, le taux prêteur est plus faible en valeur numérique que le taux emprunteur, les prêteurs n'allant pas au devant des prétentions des emprunteurs.

Le taux prêteur est plus faible en valeur numérique que le taux emprunteur quoique le prêteur soit demandeur de monnaie à terme tandis que l'emprunteur en offre et que, sur le marché de Londres, le prix auquel une monnaie est offerte soit plus bas que celui auquel elle est demandée. Les taux de prime sont, en effet, des nombres négatifs et, à ce titre, leur valeur absolue est inverse de leur valeur numérique.

Supposons que les taux de prime sur le dollar soient les suivants :

1 mois : $5/8$ — $1/2$
 3 mois : $1\ 1/4$ — $1\ 1/8$ (1)

Ces données signifient qu'il existe sur place des emprunteurs de dollars voulant recevoir $5/8$ de cent ou 1 cent $1/4$ par Livre sterling, suivant la période, — et des prêteurs de dollars disposés à payer seulement $1/2$ cent ou 1 cent $1/8$ par Livre sterling, suivant la période.

Dans ces conditions, si l'on est soi-même emprunteur, on ne peut emprunter qu'au taux où l'on trouve des prêteurs et il faut consentir à recevoir de son prêteur $1/2$ cent pour un mois ou 1 cent $1/8$ pour trois mois; — si l'on est prêteur, on ne peut prêter qu'au taux où l'on trouve des emprunteurs et il faut consentir à payer $5/8$ de cent pour un mois ou 1 cent $1/4$ pour trois mois.

Le cours de base est naturellement appliqué tel quel à l'opération au comptant mais il est diminué pour l'opération à terme, du taux de prime convenu.

Si, par exemple, on veut vendre un quart-million de dollars à trois mois, on doit d'abord le vendre au comptant à $485\ 7/16$ par exemple, puis l'emprunter pour trois mois en recevant 1 cent $1/8$ par Livre sterling. Si le cours de base choisi est $485\ 1/2$, on a ainsi acheté le comptant à $485\ 1/2$ et vendu le terme à $484\ 3/8$ ($485\ 1/2 - 1\ 1/8$). En fin de compte, la vente de dollars à terme ressort à $484\ 5/16$, différence entre le cours auquel a été vendu le comptant ($485\ 7/16$) et le taux de prime convenu ($1\ 1/8$).

Si, par contre, on veut acheter un quart million de dollars à trois mois, on doit d'abord l'acheter au comptant à $485\ 3/8$ par exemple, puis le prêter pour trois mois en payant 1 cent $1/4$ par Livre sterling. Si le cours

(1) C'est-à-dire :
 $5/8$ emprunteur à $1/2$ prêteur.
 $1\ 1/4$ — à $1\ 1/8$ —

de base est $485 \frac{1}{2}$ cette fois encore, on a ainsi vendu le comptant à $485 \frac{1}{2}$ et acheté le terme à $484 \frac{1}{4}$ ($485 \frac{1}{2} - 1 \frac{1}{4}$). En définitive, l'achat des dollars à terme revient à $484 \frac{1}{8}$, différence entre le cours auquel a été acheté le comptant ($485 \frac{3}{8}$) et le taux de prime convenu ($1 \frac{1}{4}$).

Opérations d'usage.

Les opérations usance Londres sur le marché de Paris sont beaucoup moins nombreuses à terme qu'au comptant. Elles ne se pratiquent guère que pour les dollars et l'Espagne. La rareté de ces opérations provient principalement de l'absence de contreparties, la plupart des Maisons estimant préférable de dénouer à Londres les opérations de change à terme qu'elles peuvent avoir à effectuer contre Livres sterling.

Par contre, on traite généralement à Bruxelles la Livre sterling à terme aussi facilement contre Francs Français que contre Francs Belges.

PARITÉS.

Les différents Marchés de l'Europe occidentale étant en relations téléphoniques continues, les mouvements qui se produisent sur un place, se répercutent rapidement sur les autres. Les Maisons de Banque ont ainsi intérêt à travailler à la fois sur les cours de comptant pratiqués sur leur place et sur les cours téléphonés par leurs correspondants à l'Etranger. Théoriquement il pourrait en être de même des taux de terme; les Maisons auraient avantage à comparer les taux de terme pratiqués sur les différentes places afin d'exécuter les opérations qu'elles ont en vue, dans les conditions les plus profitables. Cependant, en raison de l'étroitesse du marché des changes à terme, il n'est guère possible de tirer parti du plus grand nombre des indications que peuvent fournir les correspondants de l'Etranger.

Les taux de terme pratiqués sur les places étrangères

auxquels la place de Paris s'intéresse principalement, sont ceux du Franc Français à Londres, de la Livre sterling usance Paris à Bruxelles, du dollar à Londres et enfin, lorsque les circonstances sont favorables, de la Livre sterling traitée contre monnaie nationale sur certaines places, Madrid par exemple.

Certains de ces taux sont immédiatement comparables avec les taux pratiqués sur le marché de Paris : tels sont les taux du Paris à Londres et du Londres usance Paris à Bruxelles qui peuvent se comparer directement avec ceux du Londres à Paris, ainsi que les taux du dollar à Londres qui peuvent se comparer directement avec ceux du dollar contre Londres à Paris. Par contre, lorsque la monnaie envisagée n'est pas traitée contre la même monnaie à Paris et sur la place étrangère, il est nécessaire de transformer les taux d'une place par un calcul de parité afin de les rendre comparables à ceux de l'autre : tels sont les taux de la Livre sterling contre Pesetas à Madrid et contre Francs à Paris et ceux des dollars contre Livre sterling à Londres et contre Francs à Paris.

Nous reprendrons successivement ces divers cas afin d'examiner les combinaisons qui se présentent; toutefois nous ne tiendrons pas compte dans cet examen, des restrictions qui ont été établies par la Législation Française et qui rendent illicites certaines opérations.

Comparaison des taux.

Les taux du Paris à terme à Londres s'expriment en Francs Français comme ceux du Londres à terme à Paris. Le taux emprunteur de Paris à Londres correspond au taux prêteur de Londres à Paris, puisqu'emprunter des Francs équivaut à prêter des Livres sterling, et le taux prêteur de Paris à Londres correspond au taux emprunteur de Londres à Paris, puisque prêter des Francs équivaut à emprunter des Livres sterling. A Paris, il existe du report sur le Londres qui vaut plus cher à terme qu'au comptant; à Londres, il existe du

discount sur le Paris qui vaut moins cher à terme qu'au comptant. Dans les deux cas, on ajoute les taux de terme aux cours du comptant qui, sur les deux places, indiquent combien une Livre sterling vaut de Francs.

Si, par exemple, le un mois vaut :

26 prêteur à 29 emprunteur à Paris

et 28 emprunteur à 32 prêteur à Londres

on a intérêt, dans le cas où l'on est emprunteur de Livres sterling et par conséquent, prêteur de Francs, à opérer à Londres où l'on recevrait 28 centimes par Livre sterling et, dans le cas où l'on est prêteur de Livres sterling et par conséquent, emprunteur de Francs, à opérer à Paris où l'on ne paierait que 29 centimes par Livre sterling.

Les taux de report Londres à Paris et à Bruxelles usance Paris, sont comparables plus aisément encore puisque les taux prêteurs et emprunteurs à Bruxelles correspondent exactement aux taux prêteurs et emprunteurs à Paris. Dans ce cas, comme dans le précédent, il n'y a aucun calcul à faire.

Si le report Londres un mois vaut, par exemple :

26 prêteur à 29 emprunteur à Paris,

et 28 prêteur à 32 emprunteur à Bruxelles

il est évident qu'on a intérêt, si l'on est emprunteur, à emprunter à Bruxelles où l'on recevrait 28 centimes par Livre sterling, — ou, si l'on est prêteur, à prêter à Paris où l'on ne paierait que 29 centimes par Livre sterling.

Les taux de dollars à terme à Londres et à Paris usance Londres correspondent eux aussi exactement les uns aux autres.

Si le dollar un mois fait prime et vaut, par exemple :

5/8 emprunteur à 1/2 prêteur à Londres

et 9/16 emprunteur à 3/8 prêteur à Paris

on a intérêt, dans le cas où l'on est emprunteur de dollars et par conséquent, prêteur de Livres sterling, à opérer à Londres où l'on recevrait 1/2 cent par Livre sterling et,

dans le cas où l'on est prêteur de dollars et par conséquent, emprunteur de Livres sterling, à opérer à Paris où l'on ne paierait que 9/16 cent par Livre sterling.

Calculs de parités.

Les taux de report d'une monnaie traitée contre monnaies nationales de deux places différentes, tels que les taux de report Londres contre Francs à Paris et contre Pesetas à Madrid, par exemple, ne sont pas immédiatement comparables, puisqu'ils ne s'expriment pas en la même monnaie, et il y a lieu de réduire les uns à l'usage des autres par un calcul de parités.

Si l'on cherche la parité d'un taux de report Londres un mois à Madrid de 5 centimos emprunteur et si le report Madrid un mois à Paris vaut, par exemple, 75 centimes (par Pesetas 100) emprunteur, on se dit qu'on peut prêter des Livres sterling sur la place de Madrid en payant 5 centimos par Livre sterling et prêter sur la place de Paris en payant 75 centimes par Pesetas 100, les Pesetas ainsi empruntés à Madrid (1).

Si, au même moment, le cours de l'Espagne à Paris est de 275 (Ptas 100 = Fr. 275) et celui de l'Espagne contre Londres à Paris de 33,60 (£ 1 = Ptas 33,60), la perte subie sur les Livres sterling prêtées à Madrid, s'élève par Livre sterling, à :

$$0,05 \times 2,75 = \text{Fr. } 0,1375$$

la perte subie sur l'Espagne prêtée à Paris s'élève à :

0,75 par Ptas 100, soit par Ptas 33,60, c'est-à-dire par £ 1, à

$$\frac{0,75 \times 33,60}{100} = \text{Fr. } 0,252,$$

et la perte totale atteint ainsi Fr. 0,3895 par Livre sterling prêtée.

Par conséquent, prêter les Livres sterling à Madrid en

(1) Prêter des Livres sterling contre Pesetas équivaut à emprunter des Pesetas contre Livres sterling.

payant 5 centimos et l'Espagne correspondante à Paris en payant $\frac{3}{4}$ équivaut à prêter des Livres sterling à Paris en payant 39 centimes.

Les taux pratiqués sur le dollar à terme contre Londres et contre Paris peuvent être comparés au moyen d'un calcul de parité analogue :

Si l'on cherche la parité d'un taux de dollars contre Londres d'un demi-cent de prime prêteur pour trois mois et si le report Londres trois mois vaut 1,18 prêteur, par exemple, on se dit qu'on peut emprunter des dollars contre Londres en recevant $\frac{1}{2}$ cent par Livre sterling et emprunter les Livres sterling ainsi prêtées (1), en recevant Fr. 1,18 par Livre sterling.

Si, au même moment, le cours du dollar contre Londres est de 486 $\frac{1}{2}$ (£ 1 = \$ 4,86 $\frac{1}{2}$) et celui du dollar contre Paris, de 21,15 (\$ 1 = Fr. 21,15), le gain obtenu sur les dollars contre Londres empruntés s'élève à :

\$ 0,005 par £ 1 ou par \$ 4,86 $\frac{1}{2}$ soit en Fr. par \$ 1, à

$$\frac{0,005 \times 21,15}{4,865} = \text{Fr. } 0,02173$$

le gain obtenu sur les Livres sterling empruntées s'élève à :

Fr. 1,18 par £ 1 ou par \$ 4,86 $\frac{1}{2}$ soit par \$ 1, à

$$\frac{1,18}{4,865} = \text{Fr. } 0,24255$$

et le gain total atteint ainsi Fr. 0,26428 par dollar emprunté.

Il en résulte qu'emprunter des dollars contre Londres en recevant $\frac{1}{2}$ point et qu'emprunter contre Paris le Londres correspondant en recevant 1,18 équivaut à emprunter des dollars contre Paris en recevant 0,26.

(1) Emprunter des dollars contre Londres équivaut à prêter du Londres contre dollars.

ÉLÉMENTS DES TAUX DE TERME.

L'écart existant entre le prix à terme et le prix au comptant des différentes monnaies ne s'établit pas arbitrairement. Sans doute, cet écart s'explique en partie par des influences spéculatives, mais l'existence d'un report ou d'un déport sur une monnaie se justifie, en principe, par la différence entre les taux d'escompte en vigueur sur les places intéressées et par la nécessité de niveler cette différence pour permettre l'escompte du papier sur l'étranger.

Le marché à terme est aussi dématérialisé que le marché au comptant. Sur un marché comme sur l'autre, on négocie des montants de monnaies sous forme de crédits ou de débits en compte. Il n'en est pas moins vrai qu'à l'origine des opérations de change, on retrouve des transactions commerciales au comptant, pour les opérations de change au comptant, et à crédit, pour les opérations de change à terme.

Lorsque les taux d'escompte en vigueur dans deux Pays sont différents, la monnaie du Pays où le taux d'escompte est le plus bas, vaut, dans l'autre Pays, plus cher à terme qu'au comptant et réciproquement la monnaie de ce second Pays vaut, dans le premier, moins cher à terme qu'au comptant.

Dans le premier cas, il y a du report et, dans le second, du déport.

En effet, si un client présente à son banquier une lettre de change de £ 1.000 à trois mois et en demande escompte et couverture en Livres sterling, le banquier doit emprunter sur le marché £ 1.000 pour trois mois afin de mettre ce montant à la disposition du client. Il pourra rembourser son prêteur à l'échéance grâce à l'encaissement chez le tiré des £ 1.000 de la lettre de change.

Cependant, le banquier doit fournir à son prêteur la contrevaletur en Francs des £ 1.000 empruntées qui lui sont livrées comptant. A cet effet, il utilise des Francs qui, autrement employés, pourraient lui rapporter, par

exemple, 6 % par an (taux de l'escompte du papier à Paris) ; or, il ne peut escompter à son client les £ 1.000 qu'à 4 % (taux de l'escompte du papier à Londres). Il subit, par suite de cette différence de taux, une perte de 2 % par an qu'il récupère au moyen du taux de report qu'il se fait bonifier par son prêteur.

Le prix effectif du report minimum de 2 % est proportionnel au cours de la Livre sterling. Si la Livre sterling vaut 100 Fr., l'emprunteur doit vendre le terme 2 Fr. plus cher que le comptant pour la période d'un an, soit 0,50 pour celle de trois mois. Si la Livre sterling vaut 200 Fr., il lui faut vendre le terme 4 Fr. plus cher que le comptant pour la période d'un an, soit 1 Fr. pour celle de trois mois. A ce taux, dans un cas comme dans l'autre, le banquier escompteur ferait une affaire banche, puisqu'il se bornerait à récupérer sa perte ; il ne retire un bénéfice de l'opération que s'il obtient un meilleur report de son prêteur.

Si le taux d'escompte à Londres demeure 4 % et si, à Paris, il est élevé à 7 %, le report doit inévitablement être majoré puisque la perte supportée par le banquier escompteur atteindrait 3 % par an. Il faudrait ainsi vendre la Livre sterling plus cher à terme qu'au comptant, à raison de 3 Fr. pour la période d'un an, soit 0,75 pour celle de trois mois, si la Livre sterling est cotée 100 Fr., et de 6 Fr. pour un an, soit 1 fr. 50 pour trois mois, si la Livre sterling est cotée 200 Fr.

Si, par contre, le taux d'escompte à Londres restant inchangé, le taux à Paris était réduit à 3 %, le banquier escompteur de Livres sterling à 4 % réaliserait un bénéfice de 1 %. Il y aurait alors un déport sur la Livre sterling et le banquier escompteur pourrait, sans perte, vendre la Livre sterling moins cher à terme qu'au comptant, à raison de 1 Fr. par an, soit 0,25 pour trois mois, si la Livre sterling valait 100 Fr. Pour réaliser un bénéfice, il lui faudrait obtenir de son prêteur un déport plus faible en valeur numérique.

Une modification du taux d'escompte officiel d'une

Banque d'émission survenant dans un marché suffisamment calme pour n'être pas impressionné sans arrêt par des influences contradictoires, se répercute immédiatement sur le marché à terme. C'est ainsi que le report Londres et dollars s'est détendu à Paris en juillet 1925, dès qu'il a été question que la Banque de France ramène son taux d'escompte de 7 % à 6 %.

L'écart existant entre le prix du comptant et celui du terme par suite de la différence des taux d'escompte peut être considéré comme un minimum, mais cet écart minimum est en pratique constamment dépassé pour des raisons d'ordre spéculatif. Si l'on croit, en effet, à la hausse prochaine d'une monnaie, cette monnaie est de plus en plus demandée à terme, non seulement par les purs spéculateurs qui achètent à terme pour vendre entre temps, mais aussi par les négociants qui ont à s'approvisionner pour faire face à leurs échéances (1). Il en résulte, suivant le cas, soit une augmentation du taux de report, soit une diminution du taux de déport. Inversement, si l'on croit à la baisse prochaine d'une monnaie, elle est de plus en plus offerte à terme, à la fois par les purs spéculateurs qui vendent à terme pour acheter entre temps et par les négociants qui attendent des rentrées en cette monnaie. On assiste, en conséquence, soit à une diminution du taux de report, soit à une augmentation du taux de déport.

Dans ces conditions, les taux de terme sont loin d'être invariables et ne peuvent faire l'objet d'un calcul mathématique. On remarque qu'il existe un certain synchronisme entre leurs fluctuations et celles des cours de comptant. C'est ainsi que le 20 juillet 1926, alors que la Livre sterling avait atteint le cours de 240, le report

(1) Il ne faut pas oublier que si des mesures législatives ont été prises en France pour enrayer la spéculation, ces dispositions ne peuvent avoir d'effet sur l'activité des places étrangères et qu'en admettant qu'aucune spéculation n'existât sur le marché de Paris, ce marché n'en subirait pas moins les conséquences des mouvements spéculatifs qui se produisent sur les autres places.

Londres s'était élevé simultanément aux taux de 10 à 12 francs pour un mois, de 17 à 19 pour deux mois et de 24 à 26 pour trois mois. Cependant, les oscillations des taux de terme sont parfois indépendantes de celles des cours du comptant ; la spéculation peut, en effet, estimer peu durable le mouvement de hausse ou de baisse qui se produit au comptant et l'on assiste, par exemple, à une tension des reports sur le Londres tandis que la Livre sterling baisse, on a une détente des reports, tandis que la Livre sterling monte.

Malgré ces éléments contradictoires, on peut constater, d'une manière générale, que tout le monde est acheteur de terme quand les cours montent au comptant et que tout le monde est vendeur de terme quand les cours baissent au comptant. Si la hausse ou la baisse continuent, on s'en trouve fort bien : quelqu'un qui aurait acheté du Londres à 2 mois le 4 avril 1925, aurait payé 92,50 environ le comptant et 95 centimes environ de report ; son achat lui serait ainsi revenu à 93,45 environ alors qu'à l'échéance les cours du comptant avaient dépassé 100 francs. L'afflux d'acheteurs en période de hausse et de vendeurs en période de baisse a pour conséquence que, dans le premier cas, le marché est uniquement prêteur à terme, de même qu'il est uniquement acheteur au comptant et que, dans le second, il est uniquement emprunteur à terme, de même qu'il est uniquement vendeur au comptant. Quand le marché n'est ainsi orienté que dans un sens, les Maisons qui se trouvent dans le même sens que lui, ne peuvent réussir à traiter qu'en consentant des sacrifices parfois assez élevés.

En général, les taux du terme manifestent une certaine tension dans les derniers jours du mois, et il est normal que le marché soit alors prêteur. Beaucoup de Maisons ont en effet besoin d'alimenter leurs trésoreries pour l'échéance et se procurent des disponibilités en prêtant les montants en monnaies étrangères dont elles disposent. Cette règle n'a d'ailleurs rien d'absolu. En

mai 1925, par exemple, la hausse des cours entraînant celle des taux de report, de nombreuses Maisons prêtèrent dès le milieu du mois les devises dont elles désiraient s'alléger; il en résulta qu'à la fin du mois, le marché fut nettement emprunteur de Londres et de dollars.

Le marché du terme est souvent irrégulier. D'abord les taux ne sont pas toujours proportionnels aux délais de livraison. Ensuite on est parfois dans les deux sens pour une des échéances typiques et seulement prêteur ou seulement emprunteur pour l'autre; il peut même se produire que l'échéance d'un mois et celle de trois mois soient en sens inverse l'une de l'autre et que le marché soit à la fois prêteur pour l'une et emprunteur pour l'autre.

Lorsque le marché est excessivement calme, les taux de report sont purement nominaux comme les cours du comptant et ne valent qu'à titre d'indication.

MARGES.

De même que sur le marché au comptant, le bénéfice des affaires à terme provient de la marge qu'on a pu se réserver entre le taux auquel on a traité avec la clientèle ou les correspondants et celui auquel on peut dénouer l'opération sur le marché.

S'il y a du report sur la monnaie dont on s'occupe (20 prêteur à 25 emprunteur sur le marché, par exemple), on ne peut en prêter un montant à son client qu'en payant un taux inférieur à 20, taux prêteur pratiqué sur le marché, puisque c'est à ce taux qu'on pourra emprunter sur le marché le montant prêté d'autre part, — et on ne peut en emprunter un montant qu'en se faisant payer un taux supérieur à 25, taux emprunteur pratiqué sur le marché, puisque c'est à ce taux qu'on pourra prêter sur le marché le montant emprunté d'autre part.

S'il y a du déport (20 emprunteur à 25 prêteur sur le marché, par exemple) on doit emprunter à son client

en payant un taux inférieur à 20, taux emprunteur pratiqué sur le marché, auquel on pourra prêter le montant emprunté d'autre part, — et on doit prêter en se faisant payer un taux supérieur à 25, taux prêteur pratiqué sur le marché, auquel on pourra emprunter le montant prêté par ailleurs.

Si l'on fait du terme sec, on se porte acheteur de monnaie étrangère à terme en majorant le cours d'achat du comptant d'un report inférieur au taux prêteur ou en le diminuant d'un déport supérieur au taux prêteur, suivant le cas, puisque, sur le marché, on dénouera l'opération par un emprunt au taux prêteur, — et on se porte vendeur à terme, en majorant le cours de vente du comptant d'un report supérieur au taux emprunteur ou en le diminuant d'un déport inférieur au taux emprunteur, suivant le cas, puisque, sur le marché, on dénouera l'opération par un prêt au taux emprunteur.

Suivant les circonstances, la marge doit être plus ou moins grande. Sur le marché à terme, on a à redouter non seulement d'être collé par suite d'une oscillation des taux pendant qu'on traite, mais encore de ne trouver que difficilement une contrepartie satisfaisante, principalement pour des échéances brisées.

ENGAGEMENTS SUR LES TAUX

De même que sur le marché au comptant, les taux prêteurs ou emprunteurs fournis par les Courtiers ne valent qu'à titre de renseignement sur l'état actuel du marché. Les Courtiers ne s'engagent pas à prêter ou à emprunter à ces taux à moins qu'ils ne précisent le montant qu'ils sont à même de traiter. Leur engagement cesse du moment qu'on n'accepte pas immédiatement leur proposition.

Les Banques ne sont engagées que dans le cas où elles ont spécifié au Courtier le montant qu'elles sont disposées à prêter ou à emprunter au taux qu'elles indiquent. Le Courtier doit lui aussi fournir une réponse immédiate.

Bien entendu, si une Banque laisse au Courtier un ordre en main, l'ordre reste valable jusqu'à révocation.

Il y a lieu de rappeler qu'une Banque n'est jamais obligée d'accepter une contrepartie qui ne lui convient pas.

COURTAGES

Jusqu'à l'automne 1925, les tarifs de courtage étaient réglementés d'une manière aussi stricte pour le terme que pour le comptant. Bien que l'opération liée de prêt ou d'emprunt se décompose en deux opérations, les courtages n'étaient prélevés qu'une seule fois du côté prêteur. Le Courtier devait opérer en payant un taux de report moins élevé que celui qui lui avait été assigné par le prêteur.

Depuis l'automne 1925, le barème des courtages n'est plus respecté en pratique, aussi bien pour les affaires à terme que pour celles au comptant.

SECTION II

Le Marché en Bourse.

Un nombre très élevé d'affaires à terme se traite à la Bourse des Changes. Il est même probable que le chiffre des opérations à terme conclues au cours de la séance officielle dépasse largement celui des opérations à terme conclues hors bourse.

LA SÉANCE DE LA BOURSE

Les affaires à terme se traitent dans le même local et aux mêmes heures que les affaires au comptant. Cependant la négociation des affaires à terme et celle des affaires au comptant, quoique simultanées, se pratiquent en Bourse suivant des usages totalement différents.

Absence de publicité des opérations.

Les affaires au comptant se concluent à la corbeille à la criée, soit directement entre représentants des Maisons de Banque, soit entre représentants de Maisons et Courtiers agréés, soit entre Courtiers agréés. Les Courtiers agréés traitent sans avoir à révéler immédiatement les noms de leurs donneurs d'ordres. De plus, les cours pratiqués sont relevés par le coteur de la Chambre Syndicale des Agents de Change et ils sont inscrits au fur et à mesure sur les tableaux noirs aménagés à l'intérieur de la Bourse.

Les affaires à terme sont caractérisées au contraire, par l'absence de publicité des transactions et de rapports directs entre les parties.

Les affaires à terme se traitent, en effet, en dehors de la corbeille et à voix basse. Elles peuvent évidemment être conclues directement par les parties ; mais, presque toujours, les représentants des Maisons ont recours aux Courtiers spécialisés dans le terme.

Ces Courtiers se tiennent dans la Salle et ne vont à la corbeille que pour parler aux personnes qui s'y trouvent. Leur rôle est de rechercher des contreparties pour les affaires que les représentants des Maisons leur confient la mission de dénouer à des conditions fixées avec plus ou moins de latitude.

Les Courtiers ne mettent jamais les parties en présence. Quand l'une d'elles a accepté l'affaire en principe et a agréé le nom de la contrepartie éventuelle, ils s'assurent de l'accord de l'autre partie et avertissent la première que l'affaire est conclue.

Les taux auxquels il est ainsi traité restent secrets. Ils ne sont pas communiqués au coteur et, par suite, ne sont pas affichés en même temps que les taux du comptant. Comme, d'autre part, on n'entend pas les parties traiter à haute voix, il est impossible de connaître l'état du marché à terme autrement qu'en interrogeant les Courtiers qui font du terme.

Les Courtiers de terme opèrent uniquement par voie de prêts ou d'emprunts et ne font jamais de terme sec. Aussi, quand une Maison désire effectuer en Bourse un achat ou une vente à terme, elle doit décomposer en deux l'opération : d'une part, elle achète ou elle vend au comptant à la corbeille le montant qu'elle veut négocier à terme, comme s'il s'agissait d'une affaire au comptant, et, d'autre part, elle s'occupe avec un Courtier de terme, de reporter ce montant à l'échéance convenable, au moyen d'un prêt ou d'un emprunt suivant qu'il s'agit d'un achat ou d'une vente.

Téléphone et Télégraphe.

De même que pour le marché au comptant, l'organisation téléphonique et télégraphique de la Bourse permet aux Maisons de traiter, pendant la séance, des affaires à terme avec la place, la province et l'Etranger.

Les cambistes qui se tiennent dans les cabines téléphoniques se font tenir au courant des taux de terme pratiqués, soit pour pouvoir traiter eux-mêmes, soit pour transmettre ces indications aux cambistes du bureau, suivant le mode de travail adopté (1).

Quant aux télégrammes qui arrivent en Bourse, il va de soi qu'ils contiennent aussi bien des ordres à terme que des ordres au comptant.

LA COTE

Jusqu'au 1^{er} février 1923, la cote officielle des changes n'a pas repris les taux de terme pratiqués pendant la séance de la Bourse. Depuis cette date, les taux de terme sont insérés à la cote; ils ont d'abord paru à titre de cotation officieuse mais, depuis le 28 janvier 1924, la cotation du terme est officielle.

(1) Voir page 120.

Cotation officieuse.

Les taux de terme ont figuré pour la première fois au *Bulletin de la Cote* du jeudi 1^{er} février 1923. Ils n'étaient alors publiés qu'à titre d'indication et, de plus, ne concernaient — et ne concernent encore — que la Livre sterling et le dollar.

Voici l'extrait de la cote des changes du jeudi 1^{er} février 1923 :

NÉGOCIATIONS DE CHANGE A TERME
(Cours annoncés et publiés à titre d'indication)

Report : R.

Deport : B.

DEVICES	1 MOIS	3 MOIS
Londres	R. 0,07 à 0,15	»
New-York	B. 0,01 à 0,03	»

A partir du jeudi 1^{er} mars 1923, l'échéance 2 mois a été également cotée. C'est ainsi, par exemple, que la cote du 23 novembre 1923 portait les taux suivants :

Londres :

1 mois : 0,07 R à 0,15 R. — 2 mois : 0,04 R à 0,12 R par mois.
3 mois : 0,04 R à 0,12 R par mois.

New-York :

1 mois : 0,01 R à 0,02 B. — 2 mois : pair à 0,02 B par mois.
3 mois : pair à 0,02 B par mois.

Cotation officielle.

Depuis le 28 janvier 1924, les taux de terme sont cotés officiellement. En conséquence, la mention « Cours annoncés et publiés à titre d'indication » a disparu de la cote. Les taux à insérer dans la cote du jour sont établis par les soins du Comité de la cote qui se réunit à 14 h. 45 (le samedi à 11 h. 15) pour arrêter la cote (1). Dès que les taux de terme sont déterminés, ils sont inscrits sur les tableaux noirs où se trouvent déjà tous les cours de comptant.

La Cote officielle ne reprend pas tous les taux pratiqués à terme comme elle reprend tous les cours prati-

(1) Voir page 122.

qués au comptant. La cote se borne à publier, comme avant le 28 janvier 1924, deux taux extrêmes de Londres et de New-York à un, deux et trois mois. Pour établir ces taux, le Comité de la cote calcule, d'après les indications qui lui sont fournies, la moyenne des taux pratiqués pendant la séance pour chaque échéance et prend, de chaque côté de ces moyennes, une marge plus ou moins large suivant l'allure générale du marché. Les taux publiés se présentent ainsi comme des taux extrêmes et, par suite, les écarts existant entre eux sont nécessairement supérieurs à ceux qui ont été couramment pratiqués pendant la séance entre les taux prêteurs et les taux emprunteurs du Londres et du dollar. C'est ainsi, par exemple, qu'on a coté officiellement les reports suivants le 17 juin 1925 :

	£	\$
1 mois	47 à 57	12 à 14
2 et 3 mois	46 à 56 par mois	11 à 13 par mois

alors qu'en fait, on travaillait en Bourse avec les écarts suivants beaucoup plus serrés :

	£	\$
1 mois	50 à 53	11 1/2 à 12 1/2
2 mois	100	
3 mois	150 à 154	35 1/2 à 37
6 mois	260 à 280	

Il va de soi que les écarts entre les taux insérés à la cote augmentent lorsque la Bourse a été mauvaise et notamment lorsqu'en période de crise, on assiste à une forte tension simultanée des cours au comptant et des taux de terme. L'expérience de 1924 et de 1926 démontre d'ailleurs qu'il n'existe pas de synchronisme absolu entre la hausse des cours et celle des taux et que les taux de terme devancent les cours de comptant et atteignent leur maximum avant eux.

C'est ainsi que, le 7 mars 1924, au moment de la première grande poussée des changes, les taux de report

Londres et dollar cotés officiellement ont été les suivants :

	1 mois	2 et 3 mois
Londres	2,50 à 2,90	2,20 à 2,60 par mois
New-York	0,52 à 0,64	0,44 à 0,56 par mois

Le même jour, le Londres a coté en Bourse au comptant :

110,40 comme premier et plus bas cours, et
113,05 comme dernier et plus haut cours.

et le dollar :

2582 comme premier et plus bas cours et
2626,25 comme dernier et plus haut cours.

Les cours les plus élevés cotés en 1924 n'ont été atteints que le 10 mars avant Bourse, avec 120 et 2808 premiers cours cotés de la journée et le 11 mars en Bourse, avec 116,10 et 2720. Ce dernier jour, les taux de report repris à la cote n'étaient plus que les suivants :

	1 mois	2 et 3 mois
Londres	1,40 à 1,60	1,55 à 1,75 par mois
New-York	0,35 à 0,45	0,35 à 0,45 par mois

En 1926, les taux de terme ont atteint leur maximum le 19 juillet et les cours au comptant le 20 seulement.

Le 19 juillet, les reports Londres et dollar cotés en Bourse ont été les suivants :

	1 mois	2 et 3 mois
Londres :	7 f 00 à 9 f 00	6 f 10 à 7 f 10 par mois
New-York :	1 f 60 à 1 f 90	1 f 28 à 1 f 38 par mois

Le même jour, ces deux monnaies ont coté au comptant :

le Londres : 229 au plus haut et 224,50 au plus bas,
le dollar : 4730 au plus haut et 4598 au plus bas.

Le 20 juillet, les reports s'étaient détendus et resserrés pour revenir aux chiffres et aux écarts suivants :

1 mois	2 et 3 mois
Londres : 7 f 30 à 8 f 30	6 f 55 à 7 f 05 par mois
New York : 1 f 45 à 1 f 75	1 f 35 à 1 f 45 par mois

Par contre, ces monnaies ont atteint au comptant les cours suivants inégalés jusqu'alors :

Londres : 232,50	au plus bas et	240,25	au plus haut
Dollar : 4785	au plus bas et	4922	au plus haut

Lacunes de la cote :

Le mode de cotation du terme peut évidemment soulever des critiques.

Tout d'abord, il semble anormal que la cote du terme ne concerne que le Londres et le dollar et que les transactions à terme qui peuvent intervenir sur d'autres monnaies, ne soient pas reprises à la cote.

En second lieu, la cote ne fait pas mention des opérations à terme traitées avant Bourse et après Bourse, ainsi qu'elle le fait pour les opérations au comptant.

Enfin, la cote se borne pratiquement à indiquer des taux moyens. En ne reprenant pas la suite des taux pratiqués, elle permet d'autant moins de se rendre un compte exact de l'ensemble des transactions intervenues, que les taux pratiqués ne sont pas affichés au fur et à mesure, comme l'étaient déjà les cours de comptant lorsque la cote ne publiait que le cours moyen. Il est vrai que l'ampleur des oscillations des taux de terme est, en général, beaucoup moindre que celle des cours de comptant.

SECTION III

Le Marché après Bourse.

Les affaires à terme reprennent à 16 heures, comme les affaires au comptant. On travaille sur place dans les mêmes conditions qu'avant Bourse, c'est-à-dire par l'entremise des courtiers.

L'activité du marché à terme après Bourse, de même que celle du marché au comptant, est très variable suivant les circonstances et les affaires qui s'arrêtent en principe à 18 heures, cessent fréquemment, en fait, plus tôt ou plus tard.

Après Bourse, le Service des Changes doit établir la moyenne des taux auxquels ont été traitées en Bourse les opérations à terme destinées à assurer l'exécution des ordres au mieux. De même que pour les ordres au comptant, les moyennes ainsi déterminées servent de base d'exécution pour tous les ordres de la journée et sont notifiées, majorées ou non suivant les conventions intervenues, aux Services, Agences ou Correspondants desquels les ordres sont émanés.

Positions :

Il va de soi que les positions quotidiennes doivent reprendre les opérations à terme aussi bien que les opérations au comptant.

L'opération à terme, sauf dans le cas où l'on fait du terme sec, est une opération liée se décomposant en une opération au comptant et une opération à échéance. L'opération au comptant est reprise immédiatement en position dans les mêmes conditions que toutes les opérations au comptant et l'opération à échéance, ainsi d'ailleurs que toute opération à terme sec est notée à part afin d'être reprise en position au moment de l'échéance. La position quotidienne comprend ainsi, en ce qui concerne les opérations à terme, les opérations au comptant des prêts ou emprunts de la journée, les opérations à échéance des prêts ou emprunts antérieurement conclus et arrivant à échéance, ainsi que les opérations à terme sec arrivant également à échéance.

Ainsi qu'il a été signalé précédemment (1), les Ban-

(1) Voir page 136.

ques font travailler les capitaux en monnaies étrangères qu'elles détiennent, soit en escomptant du papier étranger, soit en consentant des avances, soit en pratiquant le report en elles-mêmes.

Cette dernière opération consiste à ne pas défaire sur le marché les opérations liées pour lesquelles l'écart entre le comptant et le terme est en faveur de la Banque. La Banque conserve ainsi ces opérations en position et bénéficie partiellement de la bonification qui lui a été faite par sa contre-partie.

Supposons, en effet, qu'une Banque ait emprunté £ 1.000 pour trois mois en recevant 1 fr. 20 par Livre sterling (1), et qu'au lieu de dénouer cet emprunt par un prêt sur le marché, elle conserve les £ 1.000 en position.

Elle dispose ainsi de £ 1.000 auxquelles elle peut faire rapporter 1 % sur la place de Londres où le taux officiel d'escompte est de 4 %. Elle encaisse ainsi un profit de £ 10, soit au cours de 103,00, 1.030 Fr.

Ce profit s'ajoutant à celui retiré du report payé par le prêteur au taux de 1 fr. 20 par Livre sterling, soit 1.200 Fr., le profit total atteint ainsi Fr. 2.230 desquels il convient de déduire la perte d'intérêt subie sur les Fr. 103.000, remis au prêteur en contre-partie des £ 1.000 ; cette perte d'intérêt peut être évaluée à 1,50 %, soit Fr. 1.545, le taux officiel étant à Paris de 6 %. Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr. 685, somme très supérieure au bénéfice qui aurait été obtenu en défaisant l'emprunt sur le marché, avec une marge de quelques centimes par Livre Sterling.

Si, par contre, la Banque avait prêté £ 1.000 pour trois mois en payant 1 fr. 15 par Livre sterling, elle ne retirerait aucun avantage en ne dénouant pas ce prêt par un emprunt sur le marché.

En effet, elle aurait à subir une perte d'intérêt à Lon-

(1) Les taux de report et d'escompte figurant dans cet exemple sont ceux qui étaient pratiqués pendant l'été 1925. Pour éviter les complications, nous supposons que l'escompte est fait au taux officiels des Banques de France et d'Angleterre.

dres de 1 % sur £ 1.000, soit £ 10 ou Fr. 1.030. A cette perte d'intérêt, s'ajouterait celle provenant du report qu'elle paie à son emprunteur au taux de 1 f, 15 par Livre sterling, soit Fr. 1.150. La perte totale atteindrait ainsi Fr. 2.180 desquels il y aurait lieu de déduire le profit de 1,50 % retiré des Fr. 103.000 remis par l'emprunteur en contre-partie des £ 1.000, soit Fr. 1.545. La perte de l'opération ressortirait ainsi à Fr. 635, alors qu'en défaisant le prêt sur le marché, la Banque aurait réalisé un bénéfice de quelques centimes par Livre sterling.

Le report en soi-même, malgré ses avantages, n'est pas d'un usage courant, car il immobilise des sommes considérables et n'est pas ainsi à la portée de toutes les Banques. Seules les Banques disposant d'une trésorerie abondante peuvent le pratiquer, sinon pour des périodes aussi longues que trois mois, tout au moins pour des périodes de quelques semaines.

CHAPITRE II

RÈGLEMENT DES AFFAIRES

Le règlement des affaires à terme s'effectue suivant les mêmes règles que celui des affaires au comptant, par la livraison de la monnaie vendue sous forme de versement et par le paiement du prix sur présentation d'un aval, ces deux opérations ayant lieu valeur compensée.

SECTION PREMIÈRE

La Valeur.

Il y a lieu d'examiner comment se détermine la valeur d'une opération à terme, suivant qu'on a traité à une échéance d'un ou plusieurs mois ou à une échéance brisée et suivant qu'on a conclu un prêt ou un emprunt ou qu'on a fait du terme sec.

En ce qui concerne les prêts et les emprunts à échéance d'un ou plusieurs mois, la valeur de l'opération au comptant est établie conformément aux règles exposées dans la première partie et celle de l'opération à terme est déterminée en comptant un ou plusieurs mois à partir du jour de valeur appliqué à l'opération au comptant. Lorsque l'échéance ainsi fixée tombe un jour férié dans l'un ou l'autre Pays, elle est décalée jusqu'au prochain jour ouvrable dans les deux Pays.

C'est ainsi qu'un prêt de Livres sterling conclu le 10 janvier, à l'échéance d'un mois, se règlera valeur 12 janvier pour le comptant et valeur 12 février pour le terme; qu'un prêt de Lires conclu le même jour à deux mois se règlera valeur 13 janvier pour le comptant et

valeur 13 mars pour le terme; qu'un prêt de Pesetas conclu toujours le même jour à trois mois se réglera valeur 13 janvier pour le comptant et valeur 13 avril pour le terme. Par contre, un prêt de Francs Belges conclu le 12 mai à deux mois se réglera le 14 mai pour le comptant et le 15 juillet pour le terme, en raison de la Fête Nationale Française; mais, conclu à trois mois, il se réglerait valeur 14 août pour le terme. Un prêt de Francs Suisses conclu le 29 mai à un mois se réglera valeur 31 mai pour le comptant et valeur 30 juin pour le terme, le 31 juin n'existant pas; et un prêt de florins conclu le 28 janvier pour un mois se réglera valeur 30 janvier pour le comptant et valeur 28 ou 29 février suivant les années pour le terme.

Quant il s'agit de terme sec à un ou plusieurs mois, la valeur à appliquer est calculée en comptant un ou plusieurs mois à partir de la date à laquelle l'affaire se dénouerait si elle avait été conclue au comptant. Bien entendu, la date de livraison ainsi fixée peut se trouver décalée par suite de l'existence des jours fériés.

Lorsqu'on a traité à une échéance brisée, le règlement de l'affaire à terme se fait à la date ainsi fixée, aussi bien pour les opérations à échéance des prêts et emprunts que pour les opérations à terme sec. C'est ainsi qu'un prêt de dollars au 15 octobre, conclu le 20 septembre, se réglera valeur 22 septembre pour le comptant et valeur 15 octobre pour le terme et qu'une vente de dollars fin courant traitée le 10 novembre se réglera le 30 du même mois.

Aucune modification ne peut être apportée à la date de livraison fixée au moment de la conclusion de l'affaire. Si l'on veut changer la valeur appliquée, il faut défaire la première affaire et en conclure une nouvelle, opérations qui ne peuvent naturellement s'accomplir qu'aux conditions actuelles du marché (1).

(1) Voir chapitre V.

A Londres et sur les autres places étrangères, la valeur des opérations à terme se calcule suivant les mêmes règles qu'à Paris. Les seules difficultés pratiques qui peuvent s'élever, lorsque deux places étrangères travaillent ensemble, proviennent de la non concordance des valeurs au comptant ou des jours fériés.

SECTION II

Les Versements.

De même que pour les opérations au comptant, la livraison de la monnaie vendue s'effectue sous forme de versement ou de virement par l'entremise des correspondants des parties.

Les ordres de versement ou de virement, ainsi que les demandes de crédit, sont adressés aux correspondants dès la conclusion des affaires, en ce qui concerne les opérations au comptant des prêts et des emprunts, et seulement à l'approche de la date de livraison, en ce qui concerne les opérations à échéance des prêts et des emprunts et les opérations à terme sec. Afin d'éviter des erreurs, le service des changes tient au jour le jour un échéancier où sont portés à leur date de livraison tous les montants dont le règlement est différé.

Le plus souvent, on ne s'est pas occupé en traitant, du mode de règlement à intervenir à l'échéance. Il est parfois impossible de le faire dès ce moment ; beaucoup de Maisons, en effet, ont plusieurs correspondants sur la même place et elles ne peuvent savoir quelques semaines à l'avance, par lequel d'entre eux elles feront verser ni chez lequel elles désireront se faire reconnaître. L'acheteur et le vendeur s'entendent sur ce point, en temps utile, afin que le versement puisse être effectué à bonne valeur.

Le règlement des affaires à terme peut ainsi être assuré par courrier, même en ce qui concerne les monnaies d'Outre-Atlantique. Le vendeur réclame des instructions

à l'acheteur suffisamment à l'avance pour pouvoir les transmettre à son correspondant par lettre indiquant la valeur à laquelle le versement ou le virement doit être effectué. Dans ces conditions, il est exceptionnel d'avoir à assurer par câble la livraison d'un montant vendu à échéance.

SECTION III

L'Aval.

Le paiement du prix convenu se fait dans les mêmes conditions que pour le comptant, c'est-à-dire sur présentation d'un aval par le vendeur quand il s'agit d'opérations sur place, et par versement aux caisses du vendeur quand il s'agit d'opérations traitées avec la province.

Il n'y a pas de raisons de présenter un aval séparé pour les opérations à terme. Sur l'aval présenté par une Maison à une autre, peut figurer la contrevaletur de toutes les ventes de monnaies étrangères devant se dénouer le jour de la présentation, quelle que soit la date à laquelle chacune de ces opérations a été conclue.

CHAPITRE III

CONSTATATION ÉCRITE DES AFFAIRES

La constatation écrite des affaires à terme se fait par le moyen d'arrêtés et de confirmations, comme pour les affaires au comptant.

SECTION PREMIÈRE

Les Arrêtés

Les arrêtés sont établis, dans la plupart des cas, par les courtiers qui sont intervenus dans la conclusion de l'opération, puisque les parties ne traitent presque jamais directement, même à la Bourse.

Lorsqu'il s'agit d'un prêt ou d'un emprunt, il est établi deux arrêtés pour chaque partie, l'un concernant l'opération au comptant et l'autre, l'opération à échéance.

Sur l'arrêté relatif à l'opération à échéance, la valeur est indiquée au moyen de diverses formules, telles que « livraison N mois », « livraison fin tel mois » ou encore « valeur tel jour ». Il est cependant prudent, lorsqu'il s'agit d'une opération à un ou plusieurs mois, de préciser à la fois le délai et la date de livraison, des difficultés pouvant toujours s'élever entre les parties sur l'interprétation exacte des usages relatifs à la détermination de la valeur.

Sur les arrêtés de terme, on indique rarement les noms des correspondants, les parties préférant, en général revenir ultérieurement sur le mode de règlement.

Supposons que la Maison A et C^o ait prêté directement £ 10.000 pour trois mois à la Maison B. & C^o, en payant 1,20 de report, avec un cours de base de

103,30 ; les arrêts seraient établis de la manière suivante par les deux parties :

Arrêts de comptant :

V à B	A de A
£ 10.000	£ 10.000
comptant	comptant
à 103,30	à 103,30
valeur 22	valeur 22
par M	par M
à N	à N
20/8	20/8
A & C°	B & C°
Paris	Paris

Arrêts de terme :

A de B	V à A
£ 10.000	£ 10.000
à 3 mois	à 3 mois
à 104,50	à 104,50
valeur 22/11	valeur 22/11
20/8	20/8
A & C°	B & C°
Paris	Paris

Lorsque les parties ont fait du terme sec, il n'y a naturellement qu'un arrêt pour chaque partie.

Si la Maison A. & C^e avait simplement acheté de la Maison B. & C^e £ 10.000 à 3 mois à 104,50, les pointeurs des deux Maisons se seraient bornés à établir chacun un arrêté de terme où auraient figuré les mêmes mentions que sur les arrêtés de terme ci-dessus reproduits.

Les arrêtés afférents aux opérations à terme sont vérifiés dans les mêmes conditions que les arrêtés relatifs aux opérations au comptant. Cependant ils ne sont jamais échangés en Bourse, conformément à l'usage établi par certaines Maisons pour leurs arrêtés de comptant. La durée des engagements à terme ne permettrait pas, en effet, la suppression des confirmations.

SECTION II

Les Confirmations.

On attache une importance plus grande aux confirmations des opérations à terme qu'à celles des opérations au comptant, ces dernières arrivant parfois à destination après le règlement des affaires. Toutes les affaires sont donc confirmées sans exception par échange de lettres, ce qui n'empêche pas l'envoi dans certains cas, de confirmations succinctes par télégraphe.

Les confirmations des affaires à terme doivent, en principe, être expédiées le jour même, comme celle des affaires au comptant, mais, en cas d'impossibilité matérielle d'assurer le départ de toutes les confirmations, on diffère de préférence, comme pour les opérations au comptant, celles qui concernent des opérations pour lesquelles des arrêtés ont été établis et pointés. Il est cependant indispensable que les confirmations soient échangées rapidement : il serait, en effet, impossible aux parties, en cas de désaccord, même provenant d'une erreur manifeste, de se remémorer au moment de l'échéance les conditions exactes auxquelles elles avaient traité.

Les lettres de confirmation reprennent les différentes clauses dont les parties sont convenues en traitant et, s'il a été établi des arrêtés, elles ne font qu'en reproduire la teneur.

L'opération faisant l'objet des quatre arrêtés ci-dessus serait confirmée dans les termes suivants :

Lettre de A & C^o à B. & C^o :

A & C^o

Paris le 20 août 192N.

Paris.

Messieurs B. & C^o,

Paris

Messieurs,

Nous vous confirmons les opérations liées que nous avons traitées avec vous aujourd'hui :

Nous vous avons cédé directement :

£ 10.000 comptant que nous ferons verser le 22 courant par MM. M. & C^o à MM. N. & C^o, à Londres.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris, au change de 103,30.

Par contre, vous nous avez cédé directement :

£ 10.000 à 3 mois que vous ferez verser le 22 novembre, à Londres, suivant entente ultérieure.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 104,50.

Agrérez, etc...

A. & C^o.

Lettre de B. & C^o à A. & C^o :

B. & C^o

Paris, le 20 août 192N.

Paris.

Messieurs A. & C^o,

Paris.

Messieurs,

Nous vous confirmons les opérations liées que nous avons traitées avec vous aujourd'hui.

Vous nous avez cédé directement :

£ 10.000 comptant que vous ferez verser le 22 courant par MM. M. & C° à MM. N. & C°, à Londres.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 103,30.

Par contre nous vous avons cédé directement :

£ 10.000 à 3 mois que nous ferons verser le 22 novembre à Londres, suivant entente ultérieure.

Le règlement aura lieu le même jour à Paris au change de 104,50.

Agréé, etc.....

B. & C°.

Il va de soi que si les parties ont fait du terme sec, la confirmation ne reprend que l'opération à échéance sans indiquer que cette opération est liée à une opération au comptant.

Si A. & C° avait simplement acheté de B. & C° £ 10.000 à 3 mois, à 104,50, A. & C° se borneraient à confirmer l'achat et B. & C° la vente de £ 10.000 à 3 mois versement 22 novembre à Londres et règlement le même jour à Paris au change de 104,50.

CHAPITRE IV

LES DIFFÉRENTS GENRES D'AFFAIRES

Les opérations à terme que le Service des Changes d'une Maison de Banque traite sur le Marché, assurent pour la plupart, comme les opérations au comptant, le dénouement soit d'opérations de clientèle, soit d'opérations d'arbitrage.

Les opérations de clientèle à terme sont extrêmement nombreuses. En effet, les opérations de clientèle ont pour objet d'assurer la couverture de transactions commerciales ou industrielles avec l'étranger ; comme, en raison du crédit commercial, le règlement de ces transactions n'est pas immédiat, les commerçants et les industriels qui jugent imprudent d'attendre l'échéance pour se couvrir, procèdent par voie d'achats ou de ventes de change à terme — ce qui leur permet de se procurer immédiatement les moyens de change dont ils auront ultérieurement besoin et se défaire sans délai des avoirs en monnaies étrangères dont ils ne disposeront que plus tard.

Les opérations d'arbitrage, théoriquement faciles à réaliser, sont contrariées par deux facteurs importants : d'une part, les restrictions légales qui interdisent en principe de mettre des Francs à la disposition de l'Etranger, ce qui revient à prohiber tout emprunt de monnaies étrangères sur les places étrangères, et, d'autre part, les habitudes de prudence des maisons importantes qui écartent toute contrepartie dont elles ne sont pas absolument sûres, par crainte de défaillances à l'échéance.

Bien entendu, à terme comme au comptant, il se pro-

duit un enchevêtrement des affaires de clientèle et des affaires d'arbitrage qui, en position, viennent fréquemment en contreparties les unes des autres.

SECTION PREMIÈRE

Affaires de clientèle

Les affaires de clientèle s'écartent fréquemment des échéances typiques d'un, deux ou trois mois. La clientèle cambiste d'une Maison de Banque de Paris comprend notamment des Maisons de Commerce désireuses d'assurer leur change par des opérations à terme et des Maisons de Banque de province dont la clientèle, pour compte de qui elles agissent, est animée des mêmes dispositions (1).

L'intérêt des Maisons de commerce est de faire concorder, dans toute la mesure du possible, les échéances de leurs opérations de change et celles de leurs contrats avec l'Etranger. Elles ont ainsi fréquemment à traiter des opérations de change à échéances brisées : c'est là une source de difficultés pour la Banque qui est souvent obligée de dénouer ces opérations sur le marché aux échéances d'un, deux ou trois mois et qui supporte ainsi en position des décalages de quelques jours entre l'entrée et la sortie des montants traités à terme.

Parfois le client stipule comme échéance, non pas un jour déterminé, mais une période telle que la première ou la deuxième quinzaine d'un mois. Il se réserve ainsi le droit de lever ou de livrer le montant négocié à n'importe quel jour de la période à son choix. En pareil cas, et sauf arrangements spéciaux, la Banque ne bonifie le report au client que jusqu'au premier jour de la pé-

(1) Rappelons que le Service des changes d'une Maison de Banque a pour clientèle d'autres services ou agences de Paris, de Province ou de l'Etranger de sa Maison, des Maisons de Banque de Province ou de l'Etranger et enfin des Maisons de commerce avec lesquelles il entretient des rapports directs.

riode, si ce dernier est emprunteur ou vendeur à terme, et lui compte le report jusqu'au dernier jour, s'il est prêteur ou acheteur à terme. Inversement, en cas de déport, elle lui compte le déport jusqu'au dernier jour, s'il est emprunteur ou vendeur à terme, et ne le lui bonifie que jusqu'au premier jour, s'il est prêteur ou acheteur de terme (1).

En raison des risques inhérents aux opérations à terme, les Banques demandent souvent à leurs clients, le versement d'une marge de sécurité à titre de garantie (2).

De même qu'au comptant, il y a lieu de distinguer parmi les affaires de clientèle, les affaires traitées ferme et les ordres à exécuter. Les unes et les autres comprennent d'ailleurs des opérations à terme sec et des opérations liées, les Banques établies à Paris traitant avec leur clientèle de Maisons de Commerce et de Maisons de Banque sous la forme qui a les préférences de l'autre partie.

Les Maisons de Commerce effectuent principalement des affaires à terme sec tandis que les Maisons de Banque recourent à l'un ou à l'autre procédé; en effet, ces Maisons qui font elles-mêmes du terme sec avec leurs propres clients, peuvent dénouer ces opérations avec leur correspondant de Paris, soit en les défaisant par des opérations en sens inverse, soit en soignant elles-mêmes

(1) Dans la Région Lyonnaise, la livraison sur une période était très fréquente jusqu'à une époque récente. La clientèle exigeait fréquemment des contrats à six mois longtemps avant que l'usage de ces contrats n'ait commencé à se répandre. La coutume était de stipuler que le règlement serait effectué d'ici une certaine date, le client se réservant ainsi la faculté de lever ou de livrer aussi bien immédiatement que dans six mois. Aussi les Banques ne bonifiaient pas de report aux clients vendeurs de change, mais ce genre de contrats qui se révélait très avantageux pour les Banques pendant la crise des changes du printemps de 1924, a dès lors disparu.

(2) Les conventions relatives aux marges de garantie diffèrent sensiblement suivant les Maisons et aussi suivant les clients. Nous indiquerons ci-dessous, page 310, les clauses qui figurent à cet égard dans le Règlement de l'Office de compensation.

leurs reports et en traitant séparément le comptant et le terme.

AFFAIRES TRAITÉES FERME.

Les affaires fermes, à terme comme au comptant, sont conclues verbalement, presque toujours par téléphone. L'affaire est traitée d'une manière définitive pour un montant et à un prix déterminés et il est impossible d'apporter des modifications aux modalités ainsi fixées autrement qu'en défaisant l'affaire aux conditions du moment.

A terme comme au comptant, le Service des Changes se porte toujours contrepartie de son client.

Le client en interrogeant le Service des Changes, lui demande soit comment il prête et emprunte, soit comment il achète et vend à telle ou telle échéance.

Opérations liées.

Lorsque le client désire effectuer une opération liée, la Banque se porte, en cas de report, prêteuse à un taux inférieur au taux prêteur pratiqué sur place et emprunteuse à un taux supérieur au taux emprunteur.

Si par exemple, les reports Londres valent, sur le marché, 33 (prêteur) à 36 (emprunteur) pour un mois et 1,33 (prêteur) à 1,36 (emprunteur) pour trois mois, la Banque peut annoncer au client qu'elle prête en payant 31 pour un mois et 1,31 pour trois mois et qu'elle emprunte en se faisant payer 38 pour un mois et 1,38 pour trois mois ; de la sorte, elle se réserve une marge de deux centimes dans les deux sens.

En cas de déport, la Banque se porte emprunteuse à un taux inférieur au taux emprunteur pratiqué sur le marché et prêteuse à un taux supérieur au taux prêteur.

Si, par exemple, les déports Italie valent, sur le marché, 20 (emprunteur) à 25 (prêteur) pour un mois et 30 (emprunteur) à 35 (prêteur) pour trois mois, la Banque peut annoncer à son client qu'elle emprunte en

payant 15 pour un mois et 25 pour trois mois et qu'elle prête en se faisant payer 30 pour un mois et 40 pour trois mois ; de la sorte, elle se réserve une marge de cinq centimes par Lit. 100 dans les deux sens (1).

Opérations à terme sec.

Lorsque le client désire faire du terme sec, la Banque lui indique comment elle prend et elle donne une certaine monnaie à telle ou telle échéance.

Si on pratique du report sur la monnaie envisagée, la Banque se porte acheteuse à terme en majorant son cours d'achat au comptant d'un report égal tout au plus au taux prêteur et vendeuse à terme en majorant son cours de vente au comptant d'un report au moins égal au taux emprunteur. En effet, quand la Banque achète de son client un montant à terme, elle le vend au comptant sur le marché et doit, par conséquent, l'emprunter sur le marché en recevant un report égal au taux prêteur, et quand elle vend à son client un montant à terme, elle l'achète au comptant sur le marché et doit, par conséquent, le prêter sur le marché en payant un report égal au taux emprunteur. En appliquant exactement au client les taux de report pratiqués sur place, elle ne peut retirer un bénéfice de l'opération qu'en tablant sur des cours d'achat et de vente au comptant avantageux.

Si, par exemple, les reports Londres étant les mêmes que précédemment (33 prêteur à 36 emprunteur pour un mois et 133 prêteur à 136 emprunteur pour trois mois), la Livre sterling vaut au comptant 102,60 demandée à 63 offerte, la Banque peut se porter acheteuse du comptant à 102,58 et vendeuse à 65, acheteuse à un mois à 102,89 ($102,58+31$) et vendeuse à 103,03 ($102,65+38$),

(1) Il est à remarquer que cet exemple est plutôt théorique. Le plus souvent, en effet, il serait impossible d'obtenir des indications aussi complètes sur l'Italie à terme et, par conséquent, la Banque ne pourrait pas se porter ainsi, pour les deux échéances typiques, simultanément emprunteuse et prêteuse vis-à-vis de son client.

acheteuse à trois mois à 103,89 ($102,58 + 1,31$) et vendeuse à 104,03 ($102,65 + 1,38$). Ce faisant, elle se ménage dans les deux sens, une marge de deux centimes sur le cours de comptant et de deux centimes sur le taux de report, soit, au total, quatre centimes.

Elle ne pourrait acheter à terme à 102,91 ($102,58 + 33$) et 103,91 ($102,58 + 1,33$) et vendre à terme à 103,01 ($102,65 + 36$) et 104,01 ($102,65 + 1,36$) qu'en renonçant à prélever un bénéfice sur les reports.

En cas de déport, la Banque se porte acheteuse à terme en diminuant son cours d'achat au comptant d'un déport au moins égal au taux prêteur et vendeuse à terme en diminuant son cours de vente au comptant d'un déport égal tout au plus au taux emprunteur. En effet, quand la Banque achète de son client un montant à terme, elle doit le vendre comptant sur le marché, puis l'emprunter en payant un déport égal au taux prêteur, et quand elle vend à son client un montant à terme, elle doit l'acheter comptant sur le marché, puis le prêter en recevant un déport égal au taux emprunteur. En appliquant exactement au client les taux de déport pratiqués sur place, elle ne peut retirer un bénéfice de l'opération qu'en tablant sur des cours d'achat et de vente au comptant avantageux.

Si, par exemple, les déports sur l'Italie étant les mêmes que précédemment (20 emprunteur à 25 prêteur pour un mois et 30 emprunteur à 35 prêteur pour trois mois), les 100 livres valent au comptant 86,50 (demandées) à 60 (offertes), la Banque peut se porter acheteuse du comptant à 86,45 et vendeuse à 65, acheteuse à un mois à 86,15 ($86,45 - 30$) et vendeuse à 86,50 ($86,65 - 15$), acheteuse à trois mois à 86,05 ($86,45 - 40$) et vendeuse à 86,40 ($86,65 - 25$). Ce faisant, elle se ménage, dans les deux sens, une marge de cinq centimes sur le cours de comptant et de cinq centimes sur le taux de déport, soit, au total, dix centimes. Elle ne pourrait acheter à terme à 86,20 ($86,45 - 25$) et 86,10 ($86,45 - 35$) et ven-

dre à terme à 86,45 (86,65 — 20) et 86,35 (86,65 — 30) qu'en renonçant à prélever un bénéfice sur les déports.

Importance des écarts.

La marge prise entre les cours et les taux pratiqués sur le marché et ceux auxquels on traite avec les clients, est très variable car elle dépend à la fois de l'honorabilité de la partie, de l'état du marché et du montant de l'opération. Il est bien évident qu'une Banque ne peut se montrer conciliante dans la conclusion d'une affaire à terme que si elle a des renseignements excellents sur la solidité de son client. D'un autre côté, il lui est impossible de resserrer les écarts soit entre les taux prêteurs et emprunteurs, soit entre les cours demandés et offerts si le marché est mauvais, et même de se porter simultanément soit prêteuse et emprunteuse, soit acheteuse et vendeuse, si le marché n'est que dans un sens et si elle a une position nivelée. Enfin il est difficile à la Banque d'indiquer au client des cours ou des taux sans connaître le montant que ce dernier serait éventuellement disposé à traiter et il va de soi que les propositions qu'elle peut lui faire cessent d'être valables s'il propose un montant différent de celui en considération duquel la Banque a établi ses prix.

La marge ainsi prélevée permet à la Banque de se réserver un bénéfice à condition toutefois qu'elle réussisse en fait à se couvrir sur le marché aux cours et aux taux escomptés.

ORDRES A EXÉCUTER.

De même qu'au comptant, le donneur d'un ordre à terme peut charger la Banque d'exécuter l'ordre dans les meilleures conditions possibles ou lui assigner une limite d'exécution. Dans le premier cas, l'ordre à exécuter est qualifié d'ordre au mieux et dans le second, d'ordre limité.

Ordres au mieux.

A défaut d'une réglementation légale relative à l'exécution des ordres au mieux, l'usage s'est établi, parmi les Banques, d'exécuter en Bourse les ordres au mieux, aussi bien à terme qu'au comptant, à moins d'instructions contraires du donneur d'ordres.

Les ordres à terme qui parviennent au Service des changes après ou avant la séance de la Bourse, sont notés par nature de monnaie et sens de l'opération, comme les ordres au comptant. De même que ces derniers, ils se trouvent exécutés par compensation jusqu'à due concurrence au moment où l'on établit les soldes de ces annotations avant de se rendre en Bourse. Ces soldes sont d'ailleurs modifiés par les cambistes dès leur arrivée à la Bourse en raison des ordres nouveaux qu'ils relèvent en prenant connaissance des télégrammes qui les y attendent. Ce sont les soldes ainsi remaniés qu'on exécute au cours de la séance. Selon les jours, une Maison se trouve ainsi, soit prêteuse, soit emprunteuse, suivant les devises et les échéances; rien n'empêche, par exemple, que, pour la même monnaie, elle soit prêteuse à une échéance et emprunteuse à l'autre.

Les ordres au mieux à terme comprennent à la fois des montants à prêter ou à emprunter et des montants à acheter ou à vendre.

Les montants à prêter ou à emprunter sont négociés par les cambistes au moyen d'opérations liées conclues par l'entremise des Courtiers de terme. Les montants à acheter ou à vendre à terme ne peuvent être négociés qu'en étant décomposés, d'une part, en achats ou en ventes au comptant qui s'exécutent à la corbeille en même temps que les ordres au mieux au comptant, et, d'autre part, en prêts ou en emprunts qui se traitent avec les Courtiers de terme en dehors de la corbeille.

Malgré la faible amplitude des fluctuations des taux de terme pendant la Bourse en période normale, les opérations liées destinées à couvrir les ordres au mieux

sont traitées le plus souvent à des taux différents dont on établit les moyennes afin de déterminer les taux d'exécution des ordres au mieux de la journée. Ces moyennes d'exécution sont appliquées à tous les ordres au mieux de prêts ou d'emprunts, y compris, bien entendu, ceux qui se sont trouvés compensés. En ce qui concerne les achats et les ventes à terme, les cours d'opéré sont établis soit en ajoutant le taux moyen de report aux cours moyens du comptant, soit en retranchant le taux moyen de déport de ces mêmes cours. Suivant les accords passés entre elles et leurs donneurs d'ordres, les Banques appliquent exactement les taux moyens ou prélèvent la marge convenue.

Les taux et les cours d'exécution des ordres à terme sont notifiés aux donneurs d'ordres dans les mêmes conditions que les cours d'exécution des ordres au comptant, soit par courrier, soit par télégraphe, suivant les arrangements intervenus.

La Banque peut évidemment accepter des ordres au mieux à exécuter dans certaines conditions particulières, soit qu'il s'agisse par exemple d'ordres à répartir sur plusieurs Bourses, soit qu'il s'agisse d'ordres tardifs à exécuter après Bourse, ou d'ordres à exécuter les samedis d'été. En ce qui concerne les ordres à exécuter ainsi hors Bourse, le donneur d'ordre ne serait pas en droit d'en réclamer l'exécution dans le cas où le montant n'atteindrait pas un chiffre suffisamment élevé pour pouvoir être négocié par lui-même.

Ordres limités.

L'exécution des ordres limités, comme celle des ordres au mieux, est régie uniquement par les usages établis et par les conventions intervenues entre la Banque et son client.

De même qu'au comptant, un ordre limité à terme n'est pas valable indéfiniment. Le donneur d'ordre doit fixer une durée de validité. S'il s'abstient de le faire, la

Banque considère, en général, que l'ordre est valable jusqu'à fin courant. A terme comme au comptant, les Banques écartent le plus souvent les ordres stipulés valables jusqu'à révocation.

Les ordres limités à terme comprennent comme les ordres au mieux, des montants à prêter ou à emprunter et des montants à acheter ou à vendre. Dans le premier cas, le donneur d'ordre doit indiquer, s'il est prêteur, soit le report maximum qu'il entend payer, soit le déport minimum qu'il entend recevoir, ou, s'il est emprunteur, soit le report minimum qu'il entend recevoir, soit le déport maximum qu'il entend payer. Dans le second cas, il doit préciser le cours le plus haut, s'il s'agit d'un achat, ou le cours le plus bas, s'il s'agit d'une vente, auquel l'ordre devra être exécuté; ces cours limités s'entendent report ou déport compris.

Les ordres limités sont exécutés à tout moment de la journée dès que le taux ou le cours fixé est atteint à moins que le donneur d'ordre n'ait stipulé que son ordre devrait être exécuté en Bourse seulement. Les difficultés qui peuvent s'élever en cas de non exécution d'ordres limités, lorsque la limite fixée a été atteinte sans que la Banque ait pu opérer, sont moins à redouter pour les ordres à terme que pour les ordres au comptant en raison du mode de cotation peu détaillé en usage pour les taux à terme. En tous cas, une réclamation ne peut être admise quand elle concerne un montant trop faible pour être négocié par lui-même. De même que pour les ordres au comptant, il est toujours prudent d'aviser sans délai, le donneur d'ordre de l'exécution de l'ordre qu'il a passé.

OPÉRATIONS A TERME ET OPÉRATIONS D'ESCOMPTE

Il est intéressant de signaler qu'au lieu de vendre à terme leurs créances sur l'Etranger, les Maisons de Commerce peuvent se les faire escompter. Elles recourent à l'un ou à l'autre de ces deux procédés, suivant qu'elles ont ou n'ont pas un besoin immédiat de fonds; en effet,

en cas d'escompte, elles réalisent comptant leurs créances au cours du moment mais sous déduction du pourcentage de l'escompte, tandis qu'en cas de vente à terme, elles n'encaissent leur créance que le jour de l'échéance, au cours du moment majoré d'un report.

Du point de vue de la Banque, les deux procédés se rapprochent beaucoup.

Lorsqu'une Banque a fait du terme sec avec son client et qu'ainsi elle lui a pris des montants en monnaies étrangères, livrables et payables à des échéances données, elle doit dénouer cette transaction sur le Marché, d'abord au comptant par une vente, puis à terme par un emprunt. Si elle a pris à son client £ 10.000 à trois mois, elle doit vendre sur le marché £ 10.000 comptant puis les emprunter pour trois mois, puisque c'est seulement dans trois mois que le client les lui remettra.

En cas d'escompte, le mécanisme du terme revient au même, la Banque ayant également à effectuer un emprunt sur le marché.

Supposons que le client porteur d'une traite sur Londres de £ 10.000 à trois mois, en demande escompte et couverture en Francs. La Banque fait l'escompte au taux le plus voisin qu'elle peut obtenir, de celui de la Banque d'Angleterre (4 % pendant l'été 1925). Ensuite, elle vend sur le Marché £ 10.000 et peut ainsi créditer son client en Francs. Enfin, elle emprunte £ 10.000 pour trois mois, puisque c'est alors seulement qu'elle encaissera la traite, tandis qu'elle doit livrer immédiatement £ 10.000 à son acheteur. Elle reçoit ainsi un taux de report (1,70 environ avec la Livre sterling à 100 Francs) qui, venant s'ajouter à celui de l'escompte $3\frac{7}{8}$ % par exemple), lui procure un placement ($5\frac{1}{2}$ % environ) équivalant à peu près à celui qu'elle ferait en escomptant du papier français au taux le plus rapproché possible de celui de la Banque de France (6 % pendant l'été 1925).

Si le client avait demandé couverture en Livres sterling, la Banque n'aurait pas eu à vendre £ 10.000 au

comptant, mais seulement à emprunter ce montant afin de pouvoir donner crédit à son client en Livres sterling.

SECTION II

Affaires d'arbitrage

SOUS-SECTION PREMIÈRE

Généralités.

Les affaires d'arbitrage à terme consistent à défaire sur une place les opérations liées traitées sur une autre place en bénéficiant de l'écart existant, au moment où l'on opère, entre les taux de terme pratiqués sur les deux places. Pour que l'arbitrage soit possible, il faut, en cas de report, que le taux emprunteur sur une place soit plus faible en valeur numérique que le taux prêteur sur l'autre place ou que la parité de ce taux et, en cas de déport, que le taux emprunteur sur une place soit plus élevé en valeur numérique que le taux prêteur sur l'autre place ou que la parité de ce taux.

Les opérations liées se décomposant en une opération au comptant et une opération à échéance, l'arbitrage comportera deux opérations au comptant et deux opérations à échéance qui se déferont mutuellement. En supposant, pour plus de clarté, les deux opérations liées traitées au même cours de base, les deux opérations au comptant se balancent exactement et le bénéfice ou la perte produit par l'arbitrage ressort de l'application de cours différents aux deux opérations à échéance.

Les arbitrages à terme se traitent le plus souvent au téléphone comme les arbitrages au comptant. Cependant la stabilité des taux sur certaines places permet d'utiliser le télégraphe pour défaire sur ces places les opérations liées conclues par ailleurs.

SOUS-SECTION II

Théorie des opérations d'arbitrage

Les opérations d'arbitrage à terme peuvent, comme les arbitrages au comptant, être classées :

— en arbitrages des monnaies nationales des deux places en communication,

— et en arbitrages, entre ces deux places, de monnaies étrangères à elles deux.

En fait, ces opérations portent presque exclusivement sur la Livre sterling ou sur des monnaies traitées usance Londres, telles que le dollar contre Londres ; par suite des difficultés inhérentes aux opérations à terme, les arbitrages à terme présentent, en effet, beaucoup moins de variété que les arbitrages au comptant.

ARBITRAGES DES MONNAIES NATIONALES DES DEUX PLACES EN COMMUNICATION :

Le seul cas pratique à envisager est celui où la Livre sterling est arbitrée contre Francs Français entre Paris et Londres.

Les taux de terme de la Livre sterling à Paris et des Francs Français à Londres s'exprimant en Francs Français, la comparaison de ces taux ne nécessite pas de calcul de parité, le taux prêteur de Francs à Londres correspondant au taux emprunteur de la Livre sterling à Paris et le taux emprunteur de Francs à Londres correspondant au taux prêteur de la Livre sterling à Paris.

Il n'y a rien à faire si les taux pratiqués à Paris et à Londres chevauchent les uns sur les autres, si l'on dit, par exemple, 26 prêteur à 29 emprunteur à Paris et 28 emprunteur à 32 prêteur à Londres, ces derniers taux équivalant à ceux de 28 prêteur à 32 emprunteur par Livre sterling.

On ne peut opérer que dans le cas où le taux le plus fort en valeur numérique d'une des places est moins

élevé que le taux le plus faible en valeur numérique de l'autre place.

Si l'on dit 26 à 29 à Paris et 33 à 36 à Londres, on peut prêter sur les deux places : on prête des Livres sterling à Paris en payant 29 (taux emprunteur) et des Francs à Londres en recevant 33 (taux emprunteur). Prêter des Francs équivalant à emprunter des Livres sterling, l'opération laisse ainsi un bénéfice de 4 centimes par Livre sterling, différence entre le taux payé à l'emprunteur de Livres sterling et celui reçu du prêteur de ces Livres sterling.

Si l'on dit 26 à 29 à Paris et 20 à 23 à Londres, on peut emprunter sur les deux places : on emprunte des Livres sterling à Paris en recevant 26 (taux prêteur) et des Francs à Londres en payant 23 (taux prêteur). Emprunter des Francs équivalant à prêter des Livres sterling, l'opération laisse ainsi un bénéfice de 3 centimes par Livre sterling, différence entre les taux auxquels les Livres sterling ont été prêtées et empruntées.

ARBITRAGE D'UNE MONNAIE ÉTRANGÈRE AUX DEUX PLACES EN COMMUNICATION :

Il y a lieu de distinguer suivant que cette monnaie est traitée, sur les deux places, usance d'une même place ou contre les deux monnaies nationales.

Opérations d'usance

En ce qui concerne les opérations d'usance, les taux sont comparables sans calcul de parités, étant donné qu'ils s'expriment en la même monnaie. Il n'existe pas de différence entre le cas où l'arbitrage porte sur une monnaie traitée sur une des deux places, usance de l'autre, et celui où cette monnaie est traitée sur les deux places usance d'une troisième.

L'arbitrage peut porter, soit sur une monnaie cotée à l'incertain, soit sur une monnaie cotée au certain.

Monnaie cotée à l'incertain.

Supposons que l'on veuille arbitrer à terme du Londres contre Paris avec Bruxelles et qu'à Paris, le report Londres un mois vaille 26 prêteur à 29 emprunteur.

Si, à Bruxelles, la Livre sterling usance Paris vaut 28 prêteur à 32 emprunteur, on est à la parité et on ne peut rien faire. Si elle vaut 33 à 36, on peut prêter à Paris en payant 29 (taux emprunteur) et emprunter à Bruxelles en recevant 33 (taux prêteur). Si elle vaut 20 à 23, on peut emprunter à Paris en recevant 26 (taux prêteur) et prêter à Bruxelles en payant 23 (taux emprunteur).

Monnaie cotée au certain.

Supposons maintenant qu'on arbitre à terme des dollars contre Londres avec Londres ou toute autre place, et qu'à Paris la prime à un mois soit de 9/16 emprunteur à 3/8 prêteur.

Si, à Londres, le dollar un mois vaut 5/8 emprunteur à 1/2 prêteur, on est à la parité et on ne peut opérer. S'il vaut 13/16 à 11/16, on peut prêter à Paris en payant 9/16 (taux emprunteur) et emprunter à Londres en recevant 11/16 (taux prêteur). S'il vaut 1/4 à 1/8, on peut emprunter à Paris en recevant 3/8 (taux prêteur) et prêter à Londres en payant 1/4 (taux emprunteur). Dans les deux hypothèses, on retirerait de l'opération un bénéfice d'un 1/8 de cent par Livre sterling.

Opérations contre monnaies nationales

L'arbitrage comporte, dans ce cas, trois opérations liées : le prêt de la monnaie arbitrée sur une place contre monnaie nationale de cette place, l'emprunt de cette monnaie sur l'autre place, contre monnaie nationale de cette seconde place et la couverture, c'est-à-dire la transformation de la monnaie nationale de la première place en monnaie nationale de la seconde; la couverture qui

peut s'effectuer sur l'une ou l'autre des deux places, se réalise soit en empruntant, sur la première place la monnaie nationale de la seconde place, soit en prêtant, sur la seconde place, la monnaie nationale de la première place.

L'arbitrage peut porter soit sur une monnaie cotée à l'incertain sur les deux places, soit sur une monnaie cotée à l'incertain sur une place et au certain sur l'autre.

Monnaie cotée à l'incertain sur les deux places

Supposons que l'on veuille arbitrer des Livres sterling un mois avec Madrid, il y a lieu d'effectuer les trois opérations suivantes : emprunt de Livres sterling à Paris, prêt de ces Livres sterling à Madrid et prêt des Pesetas correspondantes à Paris (1).

Il convient de remarquer que prêter des Livres sterling à Madrid et les Pesetas correspondantes à Paris, équivaut à prêter des Livres sterling contre Francs.

Si l'on pratique du report à Paris sur le Londres à terme et sur l'Espagne à terme ainsi qu'à Madrid sur le Londres à terme, l'emprunt des Livres sterling à Paris laisse un gain tandis que le prêt de ces Livres sterling à Madrid et celui des Pesetas à Paris produisent une perte. Pour que l'arbitrage présente de l'intérêt, il faut que le gain réalisé à Paris soit supérieur aux pertes subies sur cette place et à Madrid. Le bénéfice que laisse l'opération est égal à cette différence.

Pour déterminer si l'opération mérite d'être effectuée, on doit calculer la parité du report payé pour le prêt de Livres sterling à Madrid.

Si on paie, à Madrid, un report de 5 centimos par Livre sterling prêtée et, à Paris, un report de 75 centimes par Pesetas 100 prêtées, et si les cours de l'Es-

(1) Théoriquement, on pourrait tout aussi bien concevoir un arbitrage inverse comportant le prêt à Paris des Livres sterling empruntées à Madrid, mais pratiquement cette dernière opération n'aurait pas été réalisable au cours de l'année 1925.

pagne à Paris sont respectivement de 275 contre Francs et de 33,60 contre Londres, la perte subie atteint par Livre sterling :

$$\text{Fr. } 0,75 \times \text{Ptas } 33,60 \\ \text{Ptas } 0,05 \times \text{Fr. } 2,75 + \frac{\quad}{100} = \text{Fr. } 0,3895$$

L'arbitrage n'est possible qu'à condition que le taux prêteur auquel on peut emprunter du Londres un mois à Paris soit supérieur à 39 centimes, parité du taux emprunteur auquel on peut prêter du Londres un mois à Madrid. Le bénéfice qui résulterait de l'opération serait égal à la différence entre le taux prêteur à Paris et 39 centimes.

Monnaie cotée à l'incertain sur une place et au certain sur l'autre.

Supposons que l'on veuille arbitrer des dollars trois mois avec Londres en essayant d'emprunter les dollars à Londres, de les prêter à Paris et d'emprunter à Paris les Livres sterling correspondantes. Emprunter des dollars à Londres et les Livres sterling correspondantes à Paris, équivaut à emprunter des dollars contre Francs

Si, à Londres, le dollar à terme fait prime et si à Paris, on pratique du report sur le dollar à terme et sur le Londres à terme, l'emprunt des dollars à Londres et celui des Livres sterling à Paris laissent un gain, tandis que le prêt des dollars à Paris produit une perte. Pour que l'arbitrage présente de l'intérêt, il faut que la perte résultant du prêt des dollars soit inférieure au gain provenant des deux autres opérations.

Pour déterminer si l'opération mérite d'être effectuée, on doit calculer la parité du report reçu pour l'emprunt des dollars à Londres.

Si l'on reçoit, à Londres, une prime d'un demi-cent par Livre sterling pour emprunter des dollars et, à Paris, un report de Fr. 1,18 par Livre sterling empruntée, et si les cours du dollar à Paris sont respectivement

de 21,15 contre Francs et de 486 1/2 contre Londres, le gain obtenu atteint par dollar :

$$\begin{array}{r} \$ 0,005 \times \text{Fr. } 21,15 + \text{Fr. } 1,18 \\ \hline = \text{Fr. } 0,26428 \\ 4,865 \end{array}$$

L'arbitrage n'est possible qu'à condition que le taux emprunteur auquel on peut prêter des dollars trois mois à Paris soit inférieur à 26 1/2 centimes, parité du taux prêteur auquel on peut emprunter des dollars trois mois à Londres. Le bénéfice qui serait retiré de l'opération serait égal à la différence entre 26 c 1/2 et le taux emprunteur à Paris.

Remarques.

Pour la clarté de l'exposition, nous avons dû négliger un certain nombre d'éléments qui, en temps normal, exercent leur influence sur les décisions que prennent les cambistes.

En premier lieu :

Nous avons supposé que les taux de terme pratiqués sur la place de Paris restaient invariables, tandis que ceux pratiqués à Londres ou à Bruxelles subissaient des fluctuations. Il est évident qu'en fait, les oscillations survenues sur ces deux dernières places auraient eu une répercussion sur les taux pratiqués à Paris.

En second lieu :

Lorsqu'on arbitre contre monnaies nationales une monnaie étrangère aux deux places en communication, la couverture nécessaire peut, sauf les cas exceptionnels, être effectués indifféremment sur une place ou sur l'autre.

C'est ainsi que dans le cas où l'on prête à Paris des dollars empruntés à Londres, on peut assurer la conversion des Francs empruntés à Paris en Livres sterling destinées à être prêtées à Londres, soit en empruntant des Livres sterling à Paris, soit en prêtant des Francs à Londres. Si l'état des marchés permet de traiter d'une

ou l'autre de ces opérations avec une égale facilité, on fait choix de la combinaison qui permet d'encaisser le taux de terme le plus élevé.

En troisième lieu :

Quel que soit le nombre des places en communication, l'arbitrage comporte toujours le prêt sur une place d'une monnaie empruntée sur une autre, avec ou sans couverture suivant l'usage à laquelle la monnaie arbitrée est traitée sur ces places. Il est possible, dans le cas où l'on est en communication avec deux places simultanément, d'emprunter sur l'une et de prêter sur l'autre ; cependant, si l'on opère sur les deux places contre monnaies nationales, la nécessité d'effectuer une double couverture rendrait toute combinaison d'arbitrage difficilement réalisable.

SOUS-SECTION III

Exemples d'opérations d'arbitrage

Nous reprendrons les diverses combinaisons envisagées au cours de la Section précédente en en donnant des exemples schématiques. Les cours et les taux qui y sont portés, étaient pratiqués dans les premiers mois de 1925.

Arbitrage entre Paris et Londres de leurs monnaies nationales.

Prêt sur les deux places :

Paris

Vente de £ 16.000 comptant à 91,50 = Fr.Fr. 1.464.000

Achat de £ 16.000 à 3 mois à 92,10 = Fr.Fr. 1.473.600

~~La différence de 9.600 francs est le bénéfice net de l'opération.~~

Londres

Vente de Fr.Fr. 1.500.000 comptant à 91,50

= £ 16.393—8—10

Achat de Fr.Fr. 1.000.000 à 3 mois à 92,20
= £ 10.845—19—9

Achat de Fr.Fr. 500.000 à 3 mois à 92,18
= £ 5.424—3—5

Paris a ainsi prêté £ 16.000 en payant 60 centimes par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où une perte de Fr. 9.600.

Londres a défait l'affaire au moyen de deux prêts à 3 mois, l'un de Fr. 1.000.000 rapportant 70 centimes par Livre sterling et l'autre de Fr. 500.000 rapportant 68 centimes, d'où un gain de £ 123—5—8 qui ressort à Fr. 11.280,40, au change de 91,50.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr. 1.680,40.

Emprunt ^{sur} sur les deux places :

Paris

Achat de £ 16.700 comptant à 92,60 = Fr.Fr. 1.546.420
Vente de £ 6.000 à un mois à 93,20 = Fr.Fr. 559.200
Vente de £ 10.700 à un mois à 93,185
= Fr.Fr. 997.079,50

Londres

Achat de Fr.Fr. 1.550.000 comptant à 92,60
= £ 16.738—13—3
Vente de Fr.Fr. 1.550.000 à un mois à 93,10
= £ 16.648—15—3

Londres a ainsi emprunté Fr.Fr. 1.550.000 en payant 50 centimes par Livre sterling pour un mois, d'où une perte de £ 89—18—0 qui ressort à Fr. 8.324,75 au change de 92,60.

Paris a défait l'affaire au moyen de deux emprunts à un mois, l'un de £ 6.000 rapportant 60 centimes et l'autre de £ 10.700 rapportant 58 1/2 centimes, d'où un gain total de Fr. 9.859,50.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr. 1.534,75.

*Arbitrage entre Paris et Bruxelles de Livres sterling
usage Paris.*

Prêt à Paris :

Emprunt à Bruxelles :

Paris

Vente de £ 10.000 comptant à 92,50 = Fr.Fr. 925.000

Achat de £ 10.000 à 3 mois à 93,90 = Fr.Fr. 939.000

Bruxelles

Achat de £ 10.000 comptant à 92,50 = Fr.Fr. 925.000

Vente de £ 10.000 à 3 mois à 94,10 = Fr.Fr. 941.000

Paris a ainsi prêté £ 10.000 en payant Fr. 1,40 par Livre sterling pour la période de trois mois, d'où une perte de Fr. 14.000.

Par contre, Bruxelles a emprunté £ 10.000 en recevant Fr. 1,60 par Livre sterling pour la période de 3 mois d'où un gain de Fr. 16.000.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr.Fr. 2.000.

Emprunt à Paris :

Prêt à Bruxelles :

Paris

Achat de £ 15.000 comptant à 91,35 = Fr.Fr. 1.370.250

Vente de £ 15.000 à 3 mois à 92,465 = Fr.Fr. 1.386.975

Bruxelles

Vente de £ 15.000 comptant à 91,35 = Fr.Fr. 1.370.250

Achat de £ 15.000 à 3 mois à 92,35 = Fr.Fr. 1.385.250

Paris a ainsi emprunté £ 15.000 en recevant Fr. 1,115 par Livre sterling pour la période de trois mois, d'où un gain de Fr. 16.725.

Par contre, Bruxelles a prêté £ 15.000 en payant Fr. 1,00 par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où une perte de Fr. 15.000.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr. 1.725.

Arbitrage entre Paris et Londres de dollars contre Londres :

Prêt à Paris.

Emprunt à Londres.

Paris

Vente de \$ 150.000 comptant à 486 = £ 30.864-3-11

Achat de \$ 100.000 à 3 mois à 485 5/8 = £ 20.592

Achat de \$ 50.000 à 3 mois à 485 9/16 = £ 10.297-6-9

Londres

Achat de \$ 150.000 comptant à 486 = £ 30.864-3-11

Vente de \$ 150.000 à 3 mois à 485 1/2 = £ 30.895-19-8

Londres a ainsi emprunté \$ 150.000 en recevant 1/2 cent de prime par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où un gain de £ 31-15-9.

Paris a défait l'affaire au moyen de deux prêts à trois mois, l'un de \$ 100.000 coûtant 3/8 cent par Livre sterling et l'autre de \$ 50.000 coûtant 7/16, d'où une perte de £ 25-2-10.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à £ 6-12-11.

Emprunt à Paris :

Prêt à Londres :

Paris

Achat de \$ 100.000 comptant à 485 1/2 = £ 20.597-6-6

Vente de \$ 100.000 à 3 mois à 484 15/16 = £ 20.621-3-9

Londres

Vente de \$ 100.000 comptant à 485 1/2 = £ 20.597-6-6

Achat de \$ 75.000 à 3 mois à 485 1/16 = £ 15.461-18-3

Achat de \$ 25.000 à 3 mois à 485 = £ 5.154-12-9

Paris a ainsi emprunté \$ 100.000 en recevant 9/16 de prime par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où un gain de £ 23-17-3.

Londres a défait l'affaire au moyen de deux prêts à

3 mois, l'un de \$ 75.000 coûtant 7/16 cent par Livre sterling et l'autre de \$ 25.000 coûtant 1/2 cent d'où une perte de £ 19-4-6.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à £ 4-12-9.

Arbitrage de Livres sterling contre monnaies nationales entre Paris et Madrid :

Emprunt de Livres sterling à Paris. Prêt de Pesetas à Paris. Prêt de Livres sterling à Madrid :

Paris

Achat de £ 6.000 comptant à 92,60 = Fr. 555.600

Vente de £ 4.000 à un mois à 93,16 = Fr. 372.640

Vente de £ 2.000 à 3 mois à 93,85 = Fr. 187.700

Vente de Ptas 200.000 comptant à 275 = Fr. 550.000

Achat de Ptas 135.000 à 1 mois à 275 3/4 = 372.262,50

Achat de Ptas 65.000 à 3 mois à 277 = Fr. 180.050

Madrid

Vente de £ 6.000 comptant à 33,58 = Ptas 201.480

Achat de £ 4.000 à un mois à 33,63 = Ptas 134.520

Achat de £ 2.000 à 3 mois à 33,71 = Ptas 67.420

Paris a ainsi emprunté des Livres sterling en recevant 56 centimes par Livre sterling pour £ 4.000 pour la période d'un mois et Fr. 1,25 pour £ 2.000 pour la période de 3 mois, d'où un gain de Fr. 4.740.

Madrid a prêté ces Livres sterling en payant 5 centimos pour £ 4.000 pour la période d'un mois et 13 centimos pour £ 2.000 pour la période de 3 mois, d'où une perte de Pesetas 460, soit, au change de 275, Fr. 1.265.

Enfin, Paris a fait la couverture en prêtant Ptas 200.000 en payant 3/4 par Ptas 100 pour Ptas 135.000 pour la période d'un mois et 2 points pour Ptas 65.000 pour la période de 3 mois, d'où une perte de Fr. 2.312,50.

Le bénéfice de l'opération ressort ainsi à Fr. 1.162,50

Arbitrage de dollars contre monnaies nationales entre Paris et Londres :

Prêt de dollars à Paris. Emprunt de Livres sterling à Paris. Emprunt de dollars à Londres :

Paris

Vente de \$ 100.000 comptant à 21,15 = Fr. 2.115.000

Achat de \$ 100.000 à 3 mois à 21,36 = Fr. 2.136.000

Achat de £ 20.000 comptant à 103,00 = Fr. 2.060.000

Vente de £ 20.000 à 3 mois à 104,18 = Fr. 2.083.600

Londres

Achat de \$ 100.000 comptant à 486 1/2 = £ 20.554-19-8

Vente de \$ 100.000 à 3 mois à 486 = £ 20.576- 2-8

Paris a ainsi prêté \$ 100.000 en payant 21 centimes par dollar pour la période de 3 mois, d'où une perte de Fr. 21.000.

Londres a emprunté ces \$ 100.000 en recevant 1/2 cent par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où un gain de £ 21-3-0 soit, au change de 103, Fr. 2.178,45.

Enfin, Paris a fait la couverture en empruntant £ 20.000 en recevant Fr. 1,18 par Livre sterling pour la période de 3 mois, d'où un gain de Fr. 23.600.

Le bénéfice ressort ainsi à Fr. 4.778,45.

SOUS-SECTION IV

Comptabilité des opérations d'arbitrage

Les écritures relatives aux arbitrages de change à terme se passent en comptabilité d'après les mêmes méthodes que les écritures relatives aux arbitrages au comptant. L'opération liée à terme se décomposant en deux opérations de sens inverse, l'une au comptant et l'autre à échéance, chacune de ces deux opérations est comptabilisée séparément, l'opération au comptant, dès la conclusion de l'affaire, et l'opération à échéance à l'approche de cette échéance.

L'arbitrage met en présence deux opérations au comptant défaites l'une par l'autre et deux opérations à terme également défaites l'une par l'autre. Les deux opérations au comptant et les deux opérations à terme consistent, suivant les cas, soit en un achat des monnaies nationales des places en présence, soit en une vente de ces mêmes monnaies, soit en l'achat sur une des places et la vente sur l'autre, d'une monnaie étrangère aux deux places tantôt avec couverture, si les deux places opèrent contre leurs monnaies nationales, tantôt sans couverture, si ces deux places opèrent usance d'une troisième ou si l'une d'elles opère usance de l'autre. Ces différentes combinaisons sont celles que l'on trouve dans les arbitrages au comptant et elles peuvent être passées en comptabilité d'après les mêmes principes.

Les écritures relatives aux opérations à échéance, inverses de celles relatives aux opérations au comptant, annulent ces dernières et en détruisent l'effet dans les lignes des deux parties. C'est d'ailleurs seulement alors que le résultat de l'affaire, en perte ou en bénéfice, quoique déjà connu, apparaît sur les livres.

CHAPITRE V

LES MODIFICATIONS DU DÉLAI DE LIVRAISON

Les affaires à terme se règlent entre les parties à l'échéance convenue au moment de la conclusion du contrat, soit par la livraison de la monnaie vendue à terme et l'encaissement simultané du prix, soit par le levage de la monnaie achetée à terme et le paiement simultané du prix. Aucune combinaison analogue à celle des ventes à prime n'existe sur le marché des changes, et il n'est pas possible aux parties de stipuler un dédit dont le paiement permettrait à l'une d'elles de dénoncer l'affaire. Les opérations de change à terme sont des affaires fermes et elles obligent définitivement soit le prêteur et l'emprunteur soit l'acheteur et le vendeur.

Cependant, il est au pouvoir des parties, chacune en ce qui la concerne, de régler l'opération à une date différente de celle qui avait été fixée primitivement, sans revenir sur les engagements pris au moment de la conclusion du contrat. Chacune des parties, en effet, a la possibilité, soit de prolonger la durée de son opération en la reportant à une échéance ultérieure (1), soit au contraire de diminuer cette durée, en opérant un règlement par anticipation.

SECTION PREMIÈRE

Reports à une échéance ultérieure

Le report d'une opération liée ou d'une opération à terme sec arrivant à échéance se réalise au moyen d'une

(1) Dans cette acception, le mot « report » est pris dans son sens anglais littéral, lequel est « prolongation ».

opération liée de même sens que l'opération initiale; c'est ainsi qu'un prêt ou qu'un achat à terme sont reportés au moyen d'un prêt et qu'un emprunt ou qu'une vente à terme sont reportés au moyen d'une emprunt. L'opération de report doit être conclue en temps opportun, de manière que l'opération au comptant de l'opération liée de report permette de régler à l'échéance l'opération à échéance de l'opération initiale, s'il s'agit d'une opération liée, ou l'opération elle-même, s'il s'agit d'une opération à terme sec, et que l'opération à échéance de l'opération liée de report soit réglée elle-même à la nouvelle échéance désirée.

Aucun trait caractéristique ne permet d'individualiser sur le marché les opérations de report qui se confondent avec les autres opérations liées. Il peut se produire que l'opération de report soit conclue entre les mêmes parties que l'opération initiale, mais cette éventualité n'influe en aucune manière sur le règlement de l'opération initiale qui intervient quand même entre les parties aux conditions fixées lors de la conclusion de l'affaire.

L'opération de report ayant pour objet de prolonger le délai de livraison, du point de vue de la partie qui l'effectue, il y a lieu d'examiner successivement comment ce résultat peut être obtenu par la combinaison d'une opération de report avec un prêt, un emprunt, un achat et une vente à terme.

Si, par exemple, une Banque a prêté, le 1^{er} février, £ 10.000 à trois mois, cette opération liée doit se régler, valeur 3 février, pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme. Dans le cas où la Banque voudrait reporter ce prêt pour une nouvelle période de trois mois, elle devrait conclure, le 1^{er} mai (1) un nouveau prêt à trois mois qui se réglerait valeur 3 mai pour le comptant et

(1) En n'opérant pas le 1^{er} mai, la banque subirait une perte d'intérêts par suite de la différence de valeur entre l'opération à échéance du premier prêt et l'opération au comptant du second.

livraison 3 août pour le terme. De la sorte, le dénouement de l'achat de £ 10.000 livrables le 3 mai (opération à échéance du premier prêt) serait assuré par la vente de £ 10.000 valeur 3 mai (opération au comptant du second prêt). Ces deux opérations se balanceraient en position et il ne subsisterait plus que la vente de £ 10.000 valeur 3 février (opération au comptant du premier prêt) et l'achat de £ 10.000 livrables le 3 août (opération à échéance du second prêt) dont la combinaison équivaldrait à un prêt à six mois.

Si, par contre, la Banque a emprunté le 1^{er} février \$ 100.000 à trois mois, cette opération liée doit se régler valeur 3 février pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme. Afin de reporter cet emprunt pour une nouvelle période de trois mois, la Banque aurait à conclure, le 1^{er} mai, un nouvel emprunt à trois mois qui se réglerait valeur 3 mai pour le comptant et livraison 3 août pour le terme. De la sorte, le dénouement de la vente de \$ 100.000 livrables le 3 mai (opération à échéance du premier emprunt) serait assuré par l'achat de \$ 100.000 valeur 3 mai (opération au comptant du second emprunt). Ces deux opérations se balanceraient en position et il ne subsisterait plus que l'achat de \$ 100.000 valeur 3 février (opération au comptant du premier emprunt) et la vente de \$ 100.000 livrables le 3 août (opération à échéance du second emprunt) dont la combinaison équivaldrait à un emprunt à six mois.

Une opération à terme sec peut être reportée à son échéance dans des mêmes conditions qu'une opération liée : un achat de £ 10.000 à trois mois conclu le 1^{er} février serait reporté le 1^{er} mai par un prêt de £ 10.000 à une nouvelle échéance et une vente de \$ 100.000 à trois mois conclue le 1^{er} février serait reportée le 1^{er} mai par un emprunt de \$ 100.000 à une nouvelle échéance.

Une opération à terme peut naturellement être reportée plusieurs fois. Le mécanisme des reports successifs est toujours le même et, à l'approche de l'échéance d'une opération de report, une nouvelle prolonga-

tion de délai est obtenue par la conclusion d'un nouveau prêt ou d'un nouvel emprunt.

L'opération de report peut être conclue pour un montant et un délai différents de ceux de l'opération initiale. Celui qui effectue le report peut en effet lever ou livrer partiellement le montant négocié primitivement et, dans ce cas, il ne prête ou n'emprunte que la différence entre le montant qu'il a effectivement levé ou livré et celui qui venait à échéance. D'autre part, la durée d'une opération de report ne fait pas plus l'objet d'une réglementation que celle des autres opérations liées et les parties choisissent librement l'échéance qui leur convient, sauf l'effet des difficultés que l'on éprouve sur le marché à traiter autrement qu'à un, deux ou trois mois.

Dans les rapports d'une Banque avec sa clientèle, les opérations de report tiennent une place importante. Il se produit fréquemment, en effet, que des clients désireux de ne pas livrer ou lever à l'échéance fassent reporter leurs engagements à une date ultérieure. S'il s'agit d'un délai de quelques jours, la Banque fait, en général, l'avance nécessaire si l'état de sa trésorerie le lui permet. En dehors de ce cas, elle exécute sur le marché les reports prescrits en négociant des prêts ou des emprunts comme pour les autres opérations liées contenues dans les ordres émanant de la clientèle. La Banque se porte, comme toujours, contrepartie de son client. De plus, dans ses rapports avec ce dernier, elle ne considère généralement pas que l'échéance et le taux de l'opération initiale ont été modifiés et elle préfère, en général, ne pas établir de lien comptable entre les opérations successives.

Les reports de positions présentent au moins une double utilité. D'une part, ils permettent de réaliser les opérations à très long terme lorsqu'il n'a pas été possible de trouver une contrepartie pour un délai supérieur à trois mois ; on est alors obligé de procéder par étapes, en dénouant d'abord l'affaire à trois mois puis, le moment venu, en la reportant une ou plusieurs fois jusqu'à

l'échéance définitive. D'autre part, comme beaucoup d'opérations de change à terme assurent la couverture d'opérations commerciales ou industrielles et comme les prévisions relatives à l'époque du règlement de ces dernières opérations peuvent se trouver déjouées, il est souvent nécessaire de faire reporter l'opération de change à une échéance nouvelle, afin de rétablir la concordance entre les dates des deux règlements.

Les reports qu'une Banque traite sur le marché, soit pour son propre compte, soit en exécution d'ordres de ses clients, ne peuvent être effectués, bien entendu, qu'aux conditions du marché à chaque époque de renouvellement.

L'écart qui peut alors exister entre la valeur d'une même monnaie au comptant et à terme retombe à la charge du prêteur, lorsqu'on pratique du report sur cette monnaie à terme, et à celle de l'emprunteur lorsqu'on pratique du déport.

Il en résulte que le taux définitif d'un prêt ou d'un emprunt reporté une ou plusieurs fois est égal à la somme des reports ou des déports successivement payés ou reçus et que le cours définitif d'un achat ou d'une vente à terme reportés une ou plusieurs fois est égal au cours fixé pour l'opération initiale majoré des reports ou diminué des déports successivement payés ou reçus (1).

(1) Les reports de position se pratiquent sur le marché des valeurs dans des conditions quelque peu différentes. Ils consistent, bien entendu, dans la combinaison d'une affaire au comptant et d'une affaire à échéance et, sur le marché des valeurs comme sur celui des changes, la partie qui désire prolonger l'opération recourt à un tiers qui lui fournit les moyens d'exécuter son engagement envers l'autre partie. Cependant la durée des reports n'est pas librement choisie par les intéressés qui ne peuvent prolonger l'opération que jusqu'à la liquidation suivante. Les reports fournissent ainsi aux capitalistes un moyen de placer leur argent tout en permettant aux porteurs de titres de ne pas les aliéner en cas de besoin passager de fonds, et aussi aux spéculateurs à découvert collés de rester en spéculation jusqu'à ce qu'ils aient retrouvé leurs cours. Suivant les cas, l'écart profite au reporteur, prêteur de fonds et emprunteur de titres, on dit alors qu'il y a du report — ou au reporté, emprunteur de fonds et prêteur de titres, on dit alors qu'il y a du déport.

Il est évident qu'au moment où l'opération initiale est conclue, on se trouve dans l'ignorance complète des conditions futures de renouvellement. Cette incertitude fait courir des risques très sérieux aux Banques lorsqu'elles ont traité avec leur clientèle à des échéances supérieures à celles de trois mois et qu'elles ne peuvent se couvrir sur le marché qu'à trois mois seulement.

Supposons, par exemple, qu'à la mi-septembre 1924, une Banque ait vendu à son client £ 4.000 livrables le 15 mars 1925 et que, au moment de la conclusion de l'affaire, le comptant valant 84,02 demandé à 07 offert et le report trois mois, 10 prêteur à 12 emprunteur, la Banque ait traité au prix de 84,52, soit : 84,12 plus 15 centimes par période de trois mois plus 10 centimes de marge de sécurité. Supposons en outre, que la Banque se soit couverte à trois mois dans des conditions favorables en ayant pu acheter sur le marché £ 4.000 comptant à 84,03 seulement et prêter ce montant en payant le taux emprunteur exact (12 centimes). La Banque aurait ainsi opéré d'une manière avantageuse puisqu'en ayant réussi à se couvrir à trois mois à 84,15, elle aurait disposé de 37 centimes pour reporter sans perte les £ 4.000 à l'expiration du délai de trois mois, au lieu de 25 centimes qu'elle avait estimés suffisants en traitant avec son client.

Or, à la mi-décembre 1924, le report s'était tellement relevé qu'elle n'aurait pu reporter l'opération qu'en perdant de 95 centimes à un franc par Livre sterling. Pour diminuer cette perte dans la mesure du possible, la meilleure solution aurait été pour la Banque, de renoncer à effectuer le report et de rechercher du papier anglais à l'échéance du 15 mars. Cette combinaison lui aurait permis d'utiliser à un taux aussi rapproché que possible de 4 % par an (taux officiel de la Banque d'Angleterre) les £ 4.000 qu'elle aurait dû lever et payer à l'échéance; mais, comme des 336.600 francs versés en contrevaieur des £ 4.000, auraient dû lui rapporter environ 5,75 % par an, elle subit de ce fait une perte

d'intérêt définitive. Cette perte, calculée sur la base de 1,75 % par an, ressort pour trois mois et pour 336.600 francs à Fr. 1.472,62, ce qui représente 36 centimes par Livre sterling, chiffre bien inférieur à celui qui aurait été atteint si l'on avait effectué le report. Il est d'ailleurs impossible de niveler entièrement la perte subie, l'existence d'un report sur une monnaie s'expliquant précisément, pour partie, par la nécessité de combler la différence entre les taux d'escompte en vigueur sur les places intéressées (1).

SECTION II

Règlements anticipés.

Le règlement par anticipation d'une opération à terme non encore échue se réalise, comme le report, au moyen d'un prêt ou d'un emprunt conclu en temps opportun. Toutefois le résultat recherché étant inverse de celui obtenu par un report, le règlement anticipé se réalise au moyen d'une opération liée de sens inverse de celui de l'opération initiale. Dans ces conditions, le levage anticipé d'un prêt ou d'un achat à terme nécessite un emprunt et la livraison anticipée d'un emprunt ou d'une vente à terme nécessite un prêt, opérations liées dont l'opération au comptant permet le règlement anticipé de l'engagement souscrit à terme et dont l'opération à échéance assure le règlement de l'opération à échéance de l'opération initiale, s'il s'agit d'une opération liée, ou de l'opération elle-même, s'il s'agit d'une opération à terme sec.

Bien entendu, aucun trait caractéristique ne permet de distinguer des autres prêts et emprunts traités sur le marché les opérations liées négociées en vue d'effectuer un règlement anticipé.

(1) Voir page 244.

L'objet de ces opérations étant de diminuer le délai de livraison, du point de vue de la partie qui les exécute, il y a lieu d'examiner successivement comment la combinaison d'un emprunt avec un prêt antérieur, celle d'un prêt avec un emprunt antérieur, celle d'un emprunt avec un achat à terme antérieur et celle d'un prêt avec une vente à terme antérieur permettent d'atteindre le but qu'on se propose.

Si, par exemple, une Banque qui a prêté le 1^{er} février £ 10.000 à trois mois, — opération liée qui doit se régler valeur 3 février pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme, — voulait lever les £ 10.000 dès le 3 avril, elle devrait conclure le 1^{er} avril un emprunt de £ 10.000 pour un mois. Cet emprunt se réglerait valeur 3 avril pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme. De la sorte, le dénouement de l'achat de £ 10.000 livrables le 3 mai (opération à échéance du prêt) serait assuré par la vente de £ 10.000 livrables le 3 mai (opération à échéance de l'emprunt). Ces deux opérations à échéance se balanceraient en position et il ne subsisterait plus que la vente de £ 10.000 valeur 3 février (opération au comptant du prêt) et l'achat de £ 10.000 valeur 3 avril (opération au comptant de l'emprunt) dont la combinaison équivaldrait à un prêt à 2 mois.

Si, par contre, la Banque avait emprunté le 1^{er} février \$ 100.000 à trois mois — opération liée qui doit se régler valeur 3 février pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme — et voulait livrer ces \$ 100.000 dès le 3 avril, elle aurait à conclure le 1^{er} avril un prêt de \$ 100.000 pour un mois. Ce prêt se réglerait valeur 3 avril pour le comptant et livraison 3 mai pour le terme. De la sorte, le dénouement de la vente de \$ 100.000 livrables le 3 mai (opération à échéance de l'emprunt) serait assuré par l'achat de \$ 100.000 livrables le 3 mai (opération à échéance du prêt). Ces deux opérations à échéance se balanceraient en position et il ne subsisterait plus que l'achat de \$ 100.000 valeur 3 février (opération au comptant de l'emprunt) et la vente de

\$ 100.000 valeur 3 avril (opération au comptant du prêt) dont la combinaison équivaldrait à un emprunt à deux mois.

Les opérations à terme sec peuvent être réglées par anticipation dans des conditions analogues : le levage d'un achat de £ 10.000 à trois mois conclu le 1^{er} février, pourrait être effectué avant l'échéance au moyen d'un emprunt de £ 10.000 à la même échéance et la livraison d'une vente de \$ 100.000 à trois mois conclue le 1^{er} février, pourrait être effectuée avant l'échéance au moyen d'un prêt de \$ 100.000 à la même échéance.

Bien entendu, le levage et la livraison anticipés peuvent être partiels. En pareil cas, l'emprunt ou le prêt ne portent que sur le montant qu'on entend régler par anticipation.

Dans les rapports d'une Banque avec sa clientèle, les règlements anticipés tiennent une place moins importante que les reports. Comme pour ces derniers, la Banque exécute les instructions de son client en négociant sur le marché les emprunts ou les prêts nécessaires, à moins qu'il ne s'agisse que d'une différence de valeur de quelques jours et qu'elle puisse, à ce titre, lui accorder des facilités de règlement.

Les règlements anticipés sont motivés pour la plupart, comme un grand nombre de reports, par la nécessité de rétablir la concordance entre l'échéance de l'opération de change à terme qui assure la couverture d'une transaction commerciale ou industrielle avec l'Etranger et la date de règlement de cette dernière opération qui, par suite des circonstances, peut se trouver avancée.

Les opérations liées tendant à réaliser des règlements anticipés, sont traitées sur le marché aux conditions du moment et l'écart qui peut alors exister entre la valeur au comptant et la valeur à terme de la monnaie envisagée, est supporté par le prêteur en cas de report et par l'emprunteur en cas de déport.

Le taux définitif d'une opération liée réglée par anticipation est égal à la somme algébrique des reports ou des déports successivement payés ou reçus. Si, par exemple, on lève par anticipation après deux mois, un montant prêté pour trois mois, le prêt à deux mois auquel aboutit la combinaison des deux opérations liées, ressort à un taux égal à la différence existant soit entre le report payé pour trois mois et le report encaissé pour un mois soit entre le déport encaissé pour trois mois et le déport payé pour un mois; de même, si on livre par anticipation après deux mois un montant emprunté pour trois mois, l'emprunt à deux mois auquel équivalent les deux opérations liées, ressort à un taux égal à la différence existant soit entre le report encaissé pour trois mois et le report payé pour un mois, soit entre le déport payé pour trois mois et le déport encaissé pour un mois.

Si, à la date de la seconde opération liée, l'état du marché s'était modifié de telle sorte que les taux pratiqués à terme sur la monnaie envisagée avaient changé de sens, le taux définitif serait égal, non plus à la différence entre deux reports ou entre deux déports, mais à la somme d'un report et d'un déport et l'opération à deux mois ressortirait à un taux supérieur et non plus inférieur, à celui de l'opération initiale à trois mois.

Le cours définitif d'un achat ou d'une vente à terme réglés par anticipation est égal au cours fixé pour l'opération initiale majoré du report ou diminué du déport, encaissés ou payés par suite de la conclusion de l'opération liée destinée à assurer le règlement anticipé.

CHAPITRE VI

L'OFFICE CENTRAL DE COMPENSATION ET DE LIQUIDATION DES OPÉRATIONS DE CHANGE A LIVRER

Un communiqué paru dans les journaux du 1^{er} février 1924, annonça au public la création d'un office de compensation et de liquidation des opérations à terme sur les changes. Cette mesure est une de celles qui ont été prises à cette époque afin de remédier aux conséquences de la hausse des changes. Certaines Banques avaient même préconisé la création d'un grand marché des changes à terme appuyé sur un rouage spécial absolument indépendant analogue à la Caisse de compensation des des opérations à terme sur les sucres. Les Ministères des Finances et du Commerce estimèrent préférable d'aller au plus pressé et d'approuver la création auprès de la Banque Nationale Française du Commerce Extérieur d'un office dénué de personnalité juridique et fonctionnant sous l'égide de cette Banque.

Régime juridique de l'office.

Quoique rattaché à son origine à la Banque Nationale Française du Commerce Extérieur au point que le solde de son compte de Pertes et Bénéfices devait se fondre dans le bilan annuel de cette Maison, l'office devait constituer au sein de la Banque, un compartiment doté d'une très large autonomie. Le règlement de l'office établi en 1924 prévoit dans son article 3, que l'office sera placé sous l'autorité d'un Comité spécial composé, pour partie, de membres du Conseil d'administration de la Banque et, pour partie, de personnalités étrangères à ce Conseil.

Aux termes de l'article 2 de ce règlement, l'objet assigné à l'institution nouvelle était de « faciliter les opérations de change à terme, en centralisant l'offre et la demande des devises traitées à terme et en permettant ainsi d'en assurer la compensation dans la plus large mesure possible. » De plus, l'office garantissait la bonne fin des opérations enregistrées par lui et ce, aux conditions prévues par le règlement.

La transformation de l'office en un véritable organisme interbancaire fut envisagée après quelques mois de fonctionnement. Le Comité d'études saisi de la question proposa dès la fin de 1924 la réorganisation de l'office par sa constitution en Société anonyme, solution qui fut adoptée et mise à exécution dans les premiers mois de 1925 (1).

Aux termes de ses statuts, l'Office Central de Compensation et de Liquidation des opérations de change à livrer, est une Société Anonyme Française d'une durée normale de 60 ans ayant pour objet « la compensation, l'exécution et la liquidation des opérations de change à livrer, à elle confiée par les Sociétés de Banques et Banquiers autorisés à tenir le répertoire des changes et par les Agents de change ou leurs Chambres Syndicales, ainsi que toutes les opérations accessoires ou connexes s'y attachant. »

Les statuts fixent le capital social à cinq millions en cinq mille actions de numéraire de mille francs, mais ils réservent au Conseil d'administration le droit de doubler le capital par une ou plusieurs augmentations en vue notamment de l'admission de nouveaux actionnaires.

En raison de la nature spéciale de la Société, les statuts contiennent un certain nombre de clauses restrictives. C'est ainsi, qu'en vertu de l'article 9, peuvent seuls être actionnaires :

(1) La notice insérée en vue de l'émission des actions à souscrire a paru au *Bulletin des annonces légales obligatoires* du 16 mars 1925.

1° Les Sociétés de Banque (ou leurs représentants) et les Banquiers autorisés à tenir le répertoire des changes ;

2° Les Agents de change de Paris et leur Compagnie (ou ses représentants) ;

3° Les Chambres de Commerce Françaises en France et les groupements industriels et commerciaux constitués conformément à la loi du 21 mars 1884 ou à la loi du 1^{er} juillet 1901 (ou leurs représentants).

Le même article prescrit également qu'aucun actionnaire ne peut posséder une quantité d'actions supérieure au vingt-cinquième du capital social et que les actions possédées par une Société actionnaire tant en son nom qu'en celui de son ou ses représentants ne peuvent excéder la limite ainsi fixée.

L'article 10 impose aux actions la forme nominative et subordonne l'admission de nouveaux actionnaires à l'agrément du Conseil d'administration.

Enfin, en vertu de l'article 12, les actions ne sont librement transmissibles qu'entre actionnaires à condition que la limitation du vingt-cinquième soit respectée, ou qu'entre un actionnaire ou ses héritiers et le successeur dudit actionnaire dans sa profession, à condition que toutes justifications utiles soient apportées à la Société. Dans tous les autres cas, toute cession d'action à titre gratuit ou à titre onéreux et toute mutation par décès doivent être notifiées au Conseil qui dispose d'un délai de trente jours pour faire acheter les actions par un acquéreur de son choix à un prix déterminé conformément aux prescriptions statutaires. Le droit de préemption du Conseil peut également s'exercer soit en cas de cession par adjudication publique ou autorité de justice, soit en cas de décès d'un actionnaire ou de perte par un actionnaire des qualités prévues par l'article 9.

L'administration de la Société est confiée à un conseil composée de dix-sept membres au moins et de vingt au plus. Les membres du Conseil doivent tous être Français. Les Sociétés françaises de Banque, la Compagnie des Agents de change de Paris, les Chambres de Commerce,

les groupements industriels ou commerciaux peuvent faire partie du Conseil d'administration. Le Conseil doit comprendre au moins douze membres choisis parmi les Sociétés de Banque (ou leurs représentants) et les Banquiers, quatre membres choisis parmi les Chambres de Commerce et les groupements industriels ou commerciaux (ou leurs représentants) et un représentant de la Compagnie des Agents de change de Paris (article 20).

L'activité de l'Office est contrôlée par les Ministres des Finances et du Commerce qui peuvent accréditer des Commissaires du Gouvernement (1) auprès de la Société (article 32) et à l'agrément desquels sont soumises la désignation du président du Conseil d'administration (article 23) et la nomination de la personne chargée de la direction de l'Office sous quelque titre que ce soit (article 27).

Le règlement de l'Office est établi et modifié par le Conseil d'administration ; pour délibérer valablement sur cette matière, le Conseil doit réunir les trois quarts des membres en fonctions et prendre ses décisions à la majorité des trois quarts. Le règlement de l'Office et les modifications qui y sont apportées sont soumis à l'approbation des Ministres des Finances et du Commerce.

Fonctionnement de l'Office.

Les opérations traitées par l'Office ne comprennent, aux termes de l'article 5 du règlement, que des affaires de change devant donner lieu à livraison et à paiement effectifs ; ces opérations doivent avoir un objet conforme aux lois et règlements en vigueur et l'Office doit réclamer toutes les pièces et justifications établissant qu'il en est bien ainsi. L'article 6 permet de plus à l'Office d'effectuer le report des opérations au comptant.

En vertu de l'article 12, les ordres ne sont reçus par

(1) Ces commissaires du Gouvernement ont le droit notamment d'examiner l'état sommaire de la situation active et passive de la Société qui est dressé chaque semestre (article 47).

l'Office que s'ils lui sont présentés, soit par la Chambre Syndicale des Agents de change, soit par une Banque, soit par un Courtier en Banque ayant accès à la salle des changes. Toutefois le Comité de surveillance (1) peut refuser à une Banque ou à un Courtier l'autorisation de présenter des affaires à l'Office.

Ces différents intermédiaires peuvent traiter directement avec l'Office et faire enregistrer les contrats en leur nom (article 12).

Les ordres reçus par l'Office sont exécutés par compensation dans la mesure du possible. Cette compensation est effectuée à 11 heures (à 9 h. 30 les samedis où la Bourse se tient). Le solde non compensé est exécuté en Bourse (article 8).

Le cours appliqué à toutes les opérations, qu'elles aient été exécutées ou non par compensation, est établi d'après un cours de base unique pour chaque devise. Ce cours de base résulte de la moyenne arithmétique, compte tenu des quantités traitées, des cours auxquels le solde non compensé est exécuté en Bourse au comptant. Les cours de base sont ramenés à terme d'après les taux de report ou de déport de compensation. Ces taux de compensation sont calculés en établissant la moyenne des divers taux auxquels les opérations à terme ont été dénouées en Bourse (article 9).

L'Office peut exécuter des contrats passés à un cours autre que celui de compensation, mais à condition qu'il lui soit présenté à la fois une opération d'achat et une opération de vente (article 6).

L'Office s'interdit de concéder des crédits ou des découverts (article 15).

Tous les jours, l'Office publie une cote dans laquelle sont indiqués (article 10) :

(1) Les attributions conférées au Comité de Surveillance par le Règlement qui date de 1924 ont dû se trouver automatiquement transférées au Conseil d'administration par suite de l'érection de l'office en Société Anonyme.

1° Les cours de base tels qu'ils sont prévus à l'article 9;

2° Les cours pour chacune des échéances traitées pendant la journée étant entendu que la cote est établie par quinzaine sur six mois au maximum pour la Livre sterling et le dollar et sur trois mois pour les autres devises; toutefois, le comité de surveillance peut étendre ou réduire ces périodes pour les opérations à venir (1).

Le même cours étant appliqué au vendeur et à l'acheteur (article 11) la rémunération de l'Office provient d'un courtage fixé par le Comité de surveillance dont une partie est rétrocédée à l'intermédiaire; le Comité fixe également le minimum au-dessous duquel ne peut descendre ce courtage (article 16). Bien entendu, tous les frais accessoires restent à la charge du contractant.

L'Office garantissant la bonne fin des opérations qui lui sont confiées, il lui faut détenir les garanties appropriées. Il obtient ces garanties sous forme de dépôts et de marges.

L'article 17 du règlement stipule que tout ordre d'achat ou de vente doit être accompagné d'un dépôt original en espèces dont l'importance est fixée par le

(1) En fait, la cote publiée par l'Office paraît dans divers journaux financiers, mais n'est pas insérée à la cote des Agents de change ni à celles des Coulissiers.

Elle ne fournit régulièrement que les indications concernant le Londres et le Dollar. Pour les autres monnaies, la cotation n'est pas quotidienne.

Les premiers jours, l'Office publiait les prix des monnaies au comptant et à terme. C'est ainsi que la cote du 5 mars 1924, la première publiée, contenait les indications suivantes :

Londres = cours de base : 106, 1^{er} mois : 107,35, 2^e mois : 108,70, 3^e mois : 110,05.

New-York = cours de base : 2465, 1^{er} mois : 2485, 2^e mois : 2505, 3^e mois : 2525.

Depuis le 11 mars 1924, l'Office publie des taux de terme qui doivent être ajoutés aux cours de base ou en être retranchés suivant les cas. C'est ainsi que la cote du 11 mars 1924 était libellée comme suit :

Londres: cours de base: 115,60	New-York: cours de base: 27,10
— 1 ^{er} mois, report 1,48	— 1 ^{er} mois, report 0,42
— 2 ^e mois, report 1,48	— 2 ^e mois, report 0,42
— 3 ^e mois, report 1,45	— 3 ^e mois, report 0,45

Comité de Surveillance (1). Le Comité de Surveillance est en droit, non seulement d'élever le dépôt pour les affaires à venir (article 18) mais aussi, en cas d'événements graves dans un des Pays dont la devise est traitée à terme ou si la situation du marché des changes à Paris l'exige, d'élever le dépôt pour les affaires en cours (article 19). Toutefois l'article 17 réserve au Comité de Surveillance la faculté d'accepter d'autres garanties en remplacement du dépôt.

La seconde garantie exigée par l'Office consiste dans le versement de marges. Aux termes des articles 21 et 24, pour toutes les affaires enregistrées, l'Office doit être couvert à tout moment de toutes variations de cours en perte atteignant 3 %. Le défaut de versement immédiat des marges donne le droit à l'Office de liquider la position du contractant (article 22). Ce dernier peut cependant être autorisé soit à effectuer un dépôt d'espèces ou de titres agréés le dispensant du versement des marges dans la mesure convenue soit à fournir la caution d'une Banque agréée ou d'un agent de change (article 22).

L'Office adresse le jour même au contractant une confirmation écrite pour toutes les opérations traitées et enregistrées; cette confirmation constitue le titre opposable à l'Office, et seule elle l'oblige; en cas de perte, les livres de l'Office font foi (articles 7, 14 et 29). Bien entendu, les confirmations sont nominatives; toutefois par conventions entre l'Office et le titulaire d'un contrat, ce dernier peut en déléguer le bénéfice à un tiers (article 30).

Si, pour une raison quelconque, un ordre n'a pu être exécuté, l'Office doit en donner avis avant 16 heures à l'intermédiaire qui l'a transmis, en indiquant la raison de la non-exécution (article 13). En ce cas, le dépôt est remboursé à vue au déposant (article 20).

Le règlement des contrats s'opère soit par la remise

(1) Ce dépôt a été fixé à 8 % pour la plupart des monnaies au moment de l'entrée en fonctions de l'Office.

ou la livraison de chèques de Banque, soit par l'expédition d'ordres de transfert, dans des conditions détaillées aux articles 34 à 42 du règlement.

L'article 43 réserve à l'Office le droit de liquider les contrats en cours, en cas de guerre ou d'événements graves, à des prix fixés par le Conseil de Surveillance, s'il estime que l'exécution normale des contrats est devenue impossible.

L'Office est autorisé par l'article 25 à prélever sur le crédit disponible d'un des comptes courants du contractant qui s'en est fait ouvrir plusieurs, les sommes nécessaires pour couvrir les dépôts et les marges que ce contractant peut avoir à verser à l'Office. De plus, l'article 31 établit l'indivisibilité des différents comptes courants ouverts à l'Office au nom d'un contractant; les comptes sont solidaires les uns des autres et se garantissent réciproquement de sorte que tous les montants y figurant se compensent de plein droit après réduction en Francs Français et que seul le solde définitif est exigible. Enfin, l'article 32 prévoit la clôture et la liquidation immédiate, sans mise en demeure ni formalités préalables, des contrats existants, nonobstant tous termes, à défaut de versement d'une marge exigible, de livraison des devises vendues à l'Office ou de règlement à celui-ci de la contrevaletur des devises achetées, comme en cas de suspension de paiement ou d'arrêt dans les affaires du contractant.

Les sommes versées en compte courant sont productives d'intérêt. Cet intérêt est fixé par le Conseil de Surveillance qui peut en modifier le taux même pour les affaires en cours (article 33).

L'article 44 contient attribution de juridiction au Tribunal de Commerce de la Seine pour toute contestation relative à toute opération, quelle qu'elle soit.

Enfin l'article 46 relatif à l'emploi des fonds provenant des dépôts et des marges que détient l'Office, prescrit que les sommes qui ne seront pas conservées en Caisse, devront être soit employées en reports de de-

vises étrangères, soit déposées au Trésor ou à la Banque de France, soit converties en bons et obligations à courts termes du Trésor Français.

Remarques. .

Il y a lieu d'observer tout d'abord que, l'Office de compensation étant un organisme essentiellement privé, son entremise n'est en aucune manière obligatoire et que sa cote ne présente aucun caractère officiel.

En second lieu, la manière de travailler de l'Office ne diffère en rien de celle qui a été exposée précédemment et qui est couramment en usage parmi les Banques. Comme ces dernières, l'Office compense jusqu'à due concurrence les ordres reçus quotidiennement et il exécute en Bourse le solde non compensé. Les représentants de l'Office en Bourse opèrent dans les mêmes conditions que ceux des autres maisons. Ils dénouent à la corbeille au comptant, les opérations qu'ils ont à effectuer et ils s'occupent de les reporter aux échéances convenables par l'entremise des Courtiers à terme.

En troisième lieu, les conditions spéciales dans lesquelles l'Office fonctionne ne lui laissent pas, pour l'exécution des ordres qui lui sont confiés, une latitude aussi étendue que celle des Banques.

D'une part, il ne peut procéder à des arbitrages ;

D'autre part, il ne dispose pas des ressources de trésorerie personnelles qui lui permettraient en cas de besoin, d'absorber certains montants ; les fonds de garantie qui lui sont versés et qu'il peut employer en reports de devises étrangères ne sont utilisables que dans un seul sens, celui de l'emprunt de ces devises. Il en résulte qu'obligé d'exécuter en Bourse tous les montants non compensés, l'office ne peut que rencontrer de grandes difficultés les jours où il lui faut trouver, dans un marché creux, la contrepartie d'ordres nombreux et qu'ainsi il contribue à accroître, pendant la Bourse, la fermeté des taux de terme, s'il est prêteur, ou leur faiblesse, s'il est emprunteur.

TROISIEME PARTIE

REGIMES JURIDIQUE ET FISCAL DES OPERATIONS DE CHANGE

Le Commerce des Changes est soumis depuis la Guerre à une réglementation qui s'est établie progressivement.

Tout d'abord, dès la déclaration de guerre, le cours forcé fut institué, ainsi que diverses restrictions concernant les monnaies qui ne furent abrogées que partiellement.

En second lieu, les pouvoirs publics se préoccupèrent d'exercer un contrôle sur les opérations de change. Dans ce but, fut créé, auprès du Ministre de Finances, par arrêté du 6 juillet 1917, un organisme permanent appelé successivement *Commission des Changes* et *Comité de Contrôle de l'Exportation des Capitaux*.

Dans le même ordre d'idées, la loi du 1^{er} août 1927, imposa à tous ceux qui s'adonnent au commerce du Change, l'obligation de souscrire une déclaration d'existence. Cette mesure aboutit à la suppression de la liberté de ce commerce lorsque la loi du 22 mars 1924 eut prescrit d'obtenir, en outre, une autorisation préalable du Ministre des Finances.

Enfin la loi du 1^{er} août 1917 précitée institua un Répertoire des opérations de change qui permet au Comité de Contrôle, par le moyen des relevés qui lui sont adressés, de se rendre compte des opérations effectuées sur devises, quinzaine par quinzaine.

Ces mesures de surveillance furent complétées par

l'interdiction d'un certain nombre d'opérations portée par la loi du 3 avril 1918 relative à l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières. Ce texte qui présente les caractères d'une loi d'exception, était, dans la pensée de ses inspirateurs « essentielle-
« ment une mesure de défense nationale dont la durée
« d'application devait être limitée aux trois mois qui
« ont suivi le décret fixant la cessation des hostili-
« tés » (1).

Ces restrictions, préparées par la loi instituant le Répertoire et inspirées des dispositions analogues prises alors en Grande-Bretagne, en Italie et aux Etats-Unis, ont été périodiquement maintenues en vigueur par des lois successives. Cependant, sous l'empire de circonstances, elles ont été plusieurs fois modifiées, sans parler de la loi du 28 février 1921 concernant les pénalités, d'abord dans le sens de l'allègement par la loi du 31 mars 1922, mais ensuite dans le sens de l'aggravation par la loi du 22 mars 1924 et par la loi de finances du 13 juillet 1925. Toutefois, ce dernier texte a passé l'éponge sur les infractions antérieures en instituant diverses amnisties.

Ces différentes lois ont été complétées par un très grand nombre de décrets, arrêtés, instructions, circulaires et décisions ministérielles qui ont notamment établi des dérogations d'ordre général mais qui ont laissé sans solution de nombreuses questions importantes.

Cette législation et cette doctrine visent d'ailleurs beaucoup d'autres transactions que les opérations de change proprement dites. Leur examen présente un certain nombre de difficultés provenant de leur caractère de mesures d'exception et de l'évolution survenue dans la pensée directrice du législateur. D'une part, elles s'appliquent à des situations variables. D'autre part, le souci initial d'assurer l'utilisation la plus judicieuse possible des ressources de change insuffisantes dont le Pays dis-

(1) Communiqué à la presse, émanant du ministère des Finances, paru dans des journaux du 4 avril 1918.

posait pendant la guerre, a fait place de plus en plus à des préoccupations d'ordre principalement fiscal. — Quant à la pratique bancaire, elle s'en tient en général, à l'examen et à la solution des cas d'espèce qui se présentent, sans chercher à dégager des règles générales qu'il n'appartient pas à des Maisons privées de faire ressortir.

Les opérations de change ont été longtemps affranchies de tout impôt. Cette exonération a disparu depuis la loi de finances du 13 juillet 1925 qui a institué un droit de timbre sur les opérations de change. Le décret du 25 janvier 1926 a fait du Répertoire des opérations de change la base de perception de cette taxe donnant ainsi au Répertoire une utilité supplémentaire. La quotité de ce droit a été élevée dès la loi du 4 avril 1926.

En reprenant successivement l'étude des ces différentes mesures, nous ne nous limiterons pas à l'examen des dispositions concernant les opérations de change proprement dites, qui sont inséparables de celles relatives aux titres et coupons.

Toutefois, en l'état actuel de la législation et de la doctrine administrative en matière d'exportation des capitaux, il serait hors du cadre de cet ouvrage, de faire un commentaire étendu des textes législatifs en vigueur et des instructions ministérielles qui les interprètent.

Enfin, il est intéressant de signaler qu'une première rédaction des coutumes internationales en matière de change a été réalisée en 1926 par la Conférence de Vienne de l'Association Internationale de Droit.

CHAPITRE PREMIER

ETABLISSEMENT DU COURS FORCÉ ET DE DIVERSES RESTRICTIONS CONCERNANT LES MONNAIES

Nous nous bornerons à énumérer les mesures concernant les monnaies métalliques et les papiers représentatifs de monnaie, prises successivement depuis le début de la guerre. La première en date fut l'établissement du cours forcé des billets de banque. Les autres ont prohibé complètement l'exportation des monnaies ou réprimé le **trafic des monnaies nationales**.

Cours forcé.

Le cours forcé fut établi par la loi du 5 août 1914.

La faculté d'émission des Banques de France et d'Algérie fut « provisoirement » portée, par l'article 1^{er} de cette loi, de 6.800.000.000 à 12.000.000.000 pour la Banque de France et, par l'article 2, de 300.000.000 à 400.000.000 pour la Banque d'Algérie.

Ces dispositions furent complétées par un article 3 ainsi conçu :

« Jusqu'à ce qu'il en soit disposé autrement par une loi, la Banque de France et la Banque d'Algérie sont dispensées de l'obligation de rembourser leurs billets en espèces. »

Prohibition d'exportation des monnaies.

L'exportation du numéraire et des papiers représentatifs de la monnaie a été interdite par les textes suivants :

Décret du 1^{er} avril 1915 (*J. O.* du 2 avril 1915) prohibant la sortie et la réexportation, sous un régime douanier quelconque, des monnaies de nickel, de cuivre et de billon, sauf autorisation du Ministre des Finances.

Décret du 3 juillet 1915 (*J. O.* du 8 juillet 1915) prohibant la sortie ainsi que la réexportation, sous un régime douanier quelconque, de l'or brut en masses, lingots, barres, poudre, objets détruits, ainsi que des monnaies d'or. Cette disposition était déclarée inapplicable aux exportations de la Banque de France.

Décret du 25 août 1915 prohibant la sortie ainsi que la réexportation, sous un régime douanier quelconque, des monnaies d'argent, sauf autorisation du Ministre des Finances.

Décret du 29 mai 1917 prohibant à partir du 1^{er} juin 1917 la sortie, ainsi que la réexportation en suite d'entrepôt, de dépôt, de transit, de transbordement et d'admission temporaire, de différents produits, dont notamment les papiers représentatifs de la monnaie, sauf autorisation du Ministre des Finances.

Décret du 20 janvier 1919 portant revision des prohibitions de sortie (*J. O.* du 21 janvier 1919) et maintenant la prohibition, à partir du 21 janvier 1919 et jusqu'à nouvel ordre, sauf autorisation du Ministre des Finances, de la sortie ainsi que de la réexportation en suite d'entrepôt, de dépôt, de transit, de transbordement et d'admission temporaire, d'un certain nombre de marchandises, parmi lesquelles, l'or, le platine et l'argent brut, en masses, lingots, barres, poudres, objets détruits — les papiers représentatifs de la monnaie, — les monnaies d'or, d'argent, de cuivre et de billon.

Décrets des 13 mai 1919 et 17 juillet 1919 reproduisant les dispositions du décret du 20 janvier 1919.

Arrêté du 3 juillet 1918 confirmé par ceux des 20 janvier 1919 et 20 août 1924 portant dérogation générale aux dispositions du décret du 29 mai 1917 et permettant, par son article premier, l'exportation ou la réexportation des papiers représentatifs de la monnaie sans

autorisation spéciale vers tout pays allié ou neutre (1), sauf dans les cas prévus par les articles 2 et 3 de l'arrêté et sous réserve de l'application des articles 1 et 2 de la loi du 3 avril 1918, relative à l'exportation des capitaux. L'article 2 de l'arrêté énumérait les actions, russes et turques pour la plupart, pour lesquelles l'interdiction était maintenue ; cet article a été abrogé par l'arrêté du 18 mars 1926. L'article 3 interdisait l'exportation ou la réexportation sans autorisation préalable des billets des Etats-Unis d'Amérique, de la Banque de France et de la Banque de Russie, sauf pour les voyageurs munis d'un passeport dans la limite d'une somme de 1.000 francs (2) par personne. Cet article ne concerne plus que les billets de la Banque de France, l'interdiction ayant été levée par l'arrêté du 11 décembre 1918 en ce qui concerne les billets de la Banque de Russie et par l'arrêté du 24 janvier 1919, en ce qui concerne les billets des Etats-Unis.

L'interdiction d'exporter des monnaies d'or ou d'argent françaises ou étrangères est sanctionnée d'un emprisonnement d'un mois à deux ans et d'une amende de 100 à 5.000 francs ou de l'une des deux peines seulement, par application des lois des 17 août 1915 et 12 juillet 1919 réprimant les infractions aux prohibitions de sortie ou de réexportation législatives ou réglementaires. En outre, les métaux saisis sont confisqués ainsi que les moyens de transport. Une tolérance est cependant accordée aux voyageurs qui peuvent emporter une somme n'excédant pas 10 francs en monnaies d'argent (Avis aux voyageurs paru au *Journal Officiel* du 23 octobre 1919).

Répression du trafic des monnaies nationales

Le trafic des monnaies et espèces nationales en temps de guerre fut réprimé par la loi du 12 février 1916 qui

(1) Sont seuls considérés actuellement comme Pays non alliés ni neutres, l'Allemagne, l'Autriche et la Hongrie.

(2) Actuellement 5.000 francs (Circulaire du 31 juillet 1920).

frappait « toute personne convaincue d'avoir acheté, vendu ou cédé des espèces ou monnaies nationales, à un prix dépassant leur valeur légale ou moyennant une prime quelconque » ou d'avoir tenté ou proposé de le faire, d'une peine de six jours à six mois d'emprisonnement et d'une amende de cent à cinq mille francs ou d'une des deux peines seulement. En outre, la confiscation des monnaies ou espèces nationales devait être prononcée au profit de l'Assistance Publique. L'article 463 du Code pénal relatif aux circonstances atténuantes était déclaré applicable. La loi de sursis n'était applicable que pour la prison.

De plus, l'or, l'argent, le papier-monnaie et tous les instruments de crédit négociables et tous les titres réalisables figurèrent pendant la guerre sur les listes de contrebande de guerre absolue, où ils furent ajoutés par la notification du 13 avril 1916.

La notification du 23 novembre 1916 (1) renforça cette disposition en la modifiant comme suit :

« L'or, l'argent, les papiers représentatifs de la monnaie, les titres, les effets négociables, les chèques, les traites, les mandats, les coupons, les lettres de crédit, de délégation ou d'avis, les avis de crédit et de débit, ou autres documents qui, soit par eux-mêmes, soit une fois complétés ou mis en usage par le destinataire, autori-

(1) Entre temps était intervenue la loi du 31 mai 1916 qui interdit, sauf dérogation accordée par le ministre des Finances, « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France, de titres de rente, emprunts et autres effets publics des gouvernements étrangers, d'obligations ou de titres de quelque nature qu'ils soient, de villes, corporations ou Sociétés françaises ou étrangères. »

Les infractions ont été rendues passibles d'un emprisonnement de six mois à un an et d'une amende de 1.000 à 10.000 francs et, en cas de récidive, d'un emprisonnement de un à deux ans et, d'une amende de 10.000 à 25.000 francs. L'article 463 du Code Pénal était déclaré applicable.

Cette loi devait demeurer en vigueur jusqu'à une date à fixer par décret en Conseil des Ministres après la cessation des hostilités. Elle a été maintenue en vigueur par la loi du 16 octobre 1919, mais son application s'est trouvée restreinte aux titres des villes, corporations ou sociétés étrangères, le mot : « Françaises » en ayant été supprimé par la loi du 31 décembre 1920, art. 32.

sent, confirment ou rendent effectif le transfert de fonds, de crédits ou de titres ».

Les peines portées par la loi du 12 février 1916 ont été étendues par la loi du 29 octobre 1919, aux personnes convaincues d'avoir, sans autorisation spéciale du Ministre des Finances, procédé à la fusion, la refonte et la démonétisation, dans un but industriel ou privé, de monnaies nationales.

L'interdiction d'acheter à prime des monnaies nationales a été levée en faveur de la Banque de France par l'article premier de la loi du 7 août 1926 concernant des opérations en vue de la stabilisation de la monnaie.

CHAPITRE II

ORGANISMES INSTITUÉS AUPRÈS DU MINISTRE DES FINANCES

Depuis la seconde moitié de 1917, il existe au Ministère des Finances un organisme qui était destiné à l'origine à conseiller le Ministre en matière de change, mais dont les fonctions ont évolué et qui exerce maintenant, par délégation, certaines des attributions conférées au Ministre par les lois récentes sur les opérations de change.

Cet organisme fut d'abord la Commission des Changes, instituée par arrêté du 6 juillet 1917 (*J. O.* du 7 juillet 1917), et ensuite le Comité de Contrôle de l'exportation des capitaux, créé par l'arrêté du 11 mars 1920, en remplacement de la Commission.

Commission des Changes

La Commission des Changes reçut, aux termes de l'arrêté du 6 juillet 1917, mission d'étudier tous les moyens propres à sauvegarder la valeur d'échange de la monnaie nationale contre les devises étrangères et à parer aux conséquences financières du déficit de la balance commerciale, d'adresser au Ministre les propositions qu'elle aura adoptées et de donner son avis sur les questions qui lui auront été soumises.

La Commission des Changes groupait un nombre élevé de personnalités, mais un Comité exécutif de quelques membres constituait l'organe permanent de la Commission.

Lorsque la loi du 3 avril 1918 eut réglementé l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières, la Commission des Changes fut naturelle-

ment chargée de l'application de la loi. Un des arrêtés ministériels du 4 avril 1918 désigna le Comité exécutif pour instruire les demandes de dérogations, les accepter ou les rejeter. Le Président de la Commission ou, à son défaut, un membre du Comité exécutif, reçut délégation du Ministre pour signer les autorisations (art. 1^{er}). Les demandes de dérogations, avec motifs à l'appui, devaient être adressées au Ministre, sous le timbre de la Commission (art. 2).

Ces dispositions de l'arrêté du 4 avril 1918 furent rapportées par l'article 1^{er} de l'arrêté du 11 mars 1920.

L'arrêté du 3 juillet 1918 précité (1) désigna également le comité exécutif pour instruire les demandes de dérogation aux dispositions de ses articles 2 et 3, accepter ou rejeter ces demandes.

Comité de contrôle de l'exportation des capitaux

L'arrêté du 11 mars 1920 modifié par celui du 20 août 1924, institua le Comité de Contrôle de l'exportation des capitaux qui est composé de fonctionnaires du Ministère des Finances et dont la présidence a été confiée à un Inspecteur Général des Finances.

Le Comité de Contrôle est chargé de l'application des lois du 1^{er} août 1917 relative au Répertoire des opérations de change et du 3 avril 1918 relative à l'exportation des capitaux, ainsi que des lois qui les ont complétées et modifiées. Le Comité a été désigné en conséquence, pour instruire les demandes de dérogations à la loi du 3 avril 1918 et aux lois subséquentes, pour instruire, accepter ou rejeter les demandes de dérogations aux dispositions des articles 2 et 3 de l'arrêté du 3 juillet 1918 (2).

Le Président ou, à son défaut, un membre du Comité est délégué pour signer, au nom du ministre, les autorisations accordées et les rejets prononcés.

(1) Voir chapitre I^{er}.

(2) La portée de cette dernière attribution a été considérablement réduite du fait de l'abrogation totale de l'article 2 et de l'abrogation partielle de l'article 3.

CHAPITRE III

LA DÉCLARATION D'EXISTENCE ET L'AUTORISATION MINISTÉRIELLE

Depuis les lois du 1^{er} août 1917 et du 22 mars 1924, la liberté du commerce du change est abolie, tous ceux qui s'adonnent à ce genre d'affaires étant tenus de souscrire une déclaration au bureau de l'Enregistrement et d'obtenir une autorisation du Ministre des Finances.

Principaux textes en vigueur

Ces deux formalités sont actuellement régies par les textes suivants :

— L'article 1^{er} de la loi du 1^{er} août 1917 instituant un répertoire des opérations de change, qui impose l'obligation de faire une déclaration d'existence,

— L'article 1^{er} du 1^{er} arrêté ministériel du 4 septembre 1917, qui désigne les agents chargés de veiller à l'exécution de la loi du 1^{er} août 1917 (*J. O.* des 5 et 7 (erratum) septembre 1917),

— Les articles 69 et 70 de la loi du 22 mars 1924 ayant notamment pour objet diverses mesures d'ordre financier, dont l'un établit l'obligation d'obtenir une autorisation ministérielle préalable et dont l'autre aggrave les sanctions pénales précédemment instituées,

— Le paragraphe 23 de l'instruction du 24 mars 1924 de l'administration de l'Enregistrement, N° 3.810 et

— L'arrêté ministériel du 7 mai 1924 relatifs à l'application de l'article 69 ci-dessus,

— Les articles 1^{er} et 2 du décret du 25 janvier 1926 relatif à l'impôt sur les opérations de change, qui prescrivent les mesures d'application de l'article 1^{er} de la

loi du 1^{er} août 1917 et de l'article 69 de la loi du 22 mars 1924,

— Le décret présidentiel du 18 avril 1918 rendant applicable à l'Algérie la loi du 1^{er} août 1917,

— Le décret beylical du 23 octobre 1917 (7 moharrem 1336) instituant en Tunisie des mesures analogues à celles prises en France par la loi du 1^{er} août 1917,

— L'article 77 de la loi du 22 mars 1924 rendant notamment l'article 69 de cette loi applicable à l'Algérie.

Déclaration d'existence

La déclaration prévue par l'article 1^{er} de la loi du 1^{er} août 1917 est obligatoire pour « quiconque fait profession ou commerce de recueillir, acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des *monnaies ou devises étrangères*, coupons, titre d'actions ou d'obligations négociables ou non négociables quels que soient leur dénomination et le lieu de leur création, dont le montant ou le prix est payable à l'étranger en monnaies étrangères ou payable en France en monnaie française, ou après négociation à l'Etranger, sur une disposition de l'Etranger ».

Cette déclaration doit être faite au bureau de l'Enregistrement de la résidence de l'assujetti et, s'il y a lieu, à celui de chaque succursale ou agence, soit avant toute opération, soit, s'il exerçait avant la promulgation de la loi susvisée, dans les quinze jours à compter de cette promulgation.

Autorisation ministérielle et déclaration d'existence

La loi du 1^{er} août 1917 a été inspirée par la préoccupation de recenser les ressources de change existantes ; aussi l'article 1^{er}, en se bornant à prescrire une déclaration, répondait à l'économie de la loi en attribuant un rôle passif à l'Administration. Au début de 1924, les Pouvoirs publics alors en lutte contre la spéculation internationale se sont efforcés, au contraire, de munir

l'Administration de moyens d'action plus efficaces ; c'est pourquoi l'article 69 de la loi du 22 mars 1924, tout en maintenant l'obligation de souscrire une déclaration, établit celle d'obtenir une autorisation ministérielle préalable à la déclaration.

Article 69 de la loi du 22 mars 1924 :

Le texte vise : « Quiconque veut faire profession ou commerce de recueillir, acheter ou vendre, négocier, escompter, encaisser ou payer des monnaies ou devises étrangères, coupons, titres d'actions ou d'obligations négociables ou non négociables, quels que soient leur dénomination et le lieu de leur création, dont le montant ou le prix est payable à l'étranger en monnaie étrangère ou payable en France en monnaie française sur une disposition de l'étranger ou après négociation à l'étranger » (1).

Toute personne comprise dans cette énumération est tenue, avant toute opération, d'obtenir l'autorisation écrite du Ministre des Finances et de faire la déclaration de cette profession ou de ce commerce au bureau de l'Enregistrement de sa résidence, et, s'il y a lieu, au bureau de l'Enregistrement de chacune de ses succursales ou agences.

L'autorisation du Ministre est toujours révocable.

La déclaration ne peut être reçue que si elle est accompagnée de l'autorisation écrite du Ministre. L'instruction N° 3.810 du 24 mars 1924 de l'Administration de l'Enregistrement prescrit, par son § 23, de refuser rigoureusement toute déclaration qui ne serait pas accompagnée de l'autorisation écrite du Ministre des Finances, de conserver au bureau les autorisations en les enlissant et d'en faire mention dans le contexte de la déclaration.

L'article 69 n'est pas rétroactif, il déclare expressé-

(1) Cette énumération est semblable à celle de 1917, à l'exception des derniers mots où une inversion a été heureusement rectifiée.

ment que les mesures qu'il prévoit ne sont applicables qu'à partir de la promulgation de la loi nouvelle. Cependant des dispositions transitoires ont été établies. La loi autorise provisoirement à continuer leurs opérations, tous ceux qui ont souscrit la déclaration prescrite par la loi du 1^{er} août 1917, mais elle confère au Ministre des Finances, pendant un délai à fixer par arrêté et après examen de leurs déclarations, le pouvoir de leur enlever le droit de tenir le répertoire des opérations de change.

Le délai fut fixé à trois mois, par arrêté du 7 mai 1924. Depuis son expiration, les personnes auxquelles le Ministre n'a pas retiré le droit de tenir le répertoire, sont assimilées à celles qui ont obtenu l'autorisation.

Articles 1^{er} et 2 du Décret du 25 janvier 1926 :

L'article 1^{er} reprend l'énumération de l'article 69 de la loi du 22 mars 1924 (1) et prescrit à nouveau de faire une déclaration accompagnée de l'autorisation prévue par l'article 69. Le texte du décret apporte cependant deux précisions ; d'une part, il spécifie que la déclaration ne doit être faite que pour les succursales ou agences effectuant des opérations de change et, d'autre part, il permet de joindre à la déclaration soit l'autorisation elle-même, soit une copie certifiée de cette autorisation.

L'article 1^{er} dispense de cette nouvelle déclaration les personnes qui ont déjà souscrit la déclaration prévue par l'article 69 ou que cet article a dispensées d'une nouvelle déclaration (2).

L'article 2 prévoit les indications que doivent contenir les déclarations. La déclaration faite au siège de l'établissement principal doit comprendre le nom des

(1) Le mot : « négociier » a cependant disparu du texte du Décret.

(2) Les rédacteurs du Décret ne paraissent pas avoir fait attention au fait que l'article 69 a simplement dispensé sous certaines conditions, les personnes qui ont fait la déclaration prévue par la Loi du 1^{er} août 1917, d'obtenir une autorisation ministérielle, mais qu'aucune personne faisant le commerce du change ne peut éviter d'en effectuer la déclaration.

associés solidairement responsables, le titre constitutif de la Société, la désignation des agences et succursales qui effectuent des opérations de change, la signature soit du chef de l'établissement, soit des représentants légaux de la Société (ou de personnes munies de procurations). S'il s'agit de déclarations faites par les agences et succursales, la déclaration contient la désignation de l'établissement principal.

Une déclaration préalable doit être faite, en cas de changement de siège, soit de l'établissement principal, soit d'une agence et succursale, de même qu'en cas de création d'une agence ou succursale nouvelle.

Enfin une déclaration doit également être faite en cas de cessation des opérations, soit de l'établissement principal, soit de l'une des agences ou succursales ou en cas de retrait de l'autorisation ministérielle.

Agents d'exécution

Les agents de l'Administration de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre ont été désignés notamment pour constater les contraventions aux prescriptions de la loi du 1^{er} août 1917 par le premier arrêté ministériel du 4 septembre 1917, pris en exécution de l'article 4 de la loi.

L'article 5 de la loi du 1^{er} août 1917 et l'article 70 de la loi du 22 mars 1924 attribuent aux agents ainsi désignés la mission de constater par des procès-verbaux les contraventions aux prescriptions de la loi du 1^{er} août 1917 et de l'article 69 de la loi du 22 mars 1924.

Sanctions

Les sanctions prévues par l'article 5 de la loi du 1^{er} août 1917 (amende de 100 Fr. à 5.000 Fr. avec application éventuelle de l'article 463 du Code pénal) ont été modifiées par la loi du 28 février 1921. En vertu de l'article 14 de cette dernière loi, le minimum des amendes est porté à 1.000 Fr., les poursuites ne peuvent être

exercées qu'à la requête du Ministre des Finances et le Ministre est autorisé à transiger, le retrait de sa plainte avant le jugement entraînant abandon des poursuites.

Les dispositions de la loi du 28 février 1921 ont été maintenues et aggravées par l'article 70 de la loi du 22 mars 1924, qui réprime les infractions à l'article 69 d'une amende de 1.000 à 5.000 Fr. et, en outre, d'un emprisonnement d'un mois à six mois ou d'une des deux peines seulement, l'article 463 du Code pénal étant applicable.

Colonies

La loi du 1^{er} août 1917 et les dispositions réglementaires prises pour en assurer l'exécution ont été rendues applicables à l'Algérie par décret présidentiel du 18 avril 1918 et à la Tunisie, par décret beylical du 23 octobre 1917 (7 moharrem 1336).

Les articles 69 et 70 de la loi du 22 mars 1924 figurent parmi les articles de cette loi que l'article 77 a rendu applicables à l'Algérie.

CHAPITRE IV

RÉPERTOIRE DES OPÉRATIONS DE CHANGE

Lorsque fut établie en 1917 l'obligation d'inscrire les opérations de change à un répertoire institué à cet effet, les Pouvoirs Publics se préoccupaient d'opérer une sorte de recensement des ressources de change existantes afin d'en évaluer le déficit. Dans la suite, le répertoire fut utilisé à deux fins nouvelles : tout d'abord, il devint dès 1918 un des moyens d'exécution de la loi du 3 avril 1918 relative à l'exportation des capitaux ; ensuite, le décret du 25 janvier 1926 a fait du répertoire la base de perception de l'impôt établi sur les opérations de change par l'article 74 de la loi du 13 juillet 1925.

Principaux textes en vigueur

Les principaux textes en vigueur sont les suivants :

— La loi du 1^{er} août 1917, instituant un répertoire des opérations de change,

— Les deux arrêtés ministériels du 4 septembre 1917 et l'arrêté du 4 avril 1918 prescrivant des mesures d'exécution,

— L'instruction du 13 septembre 1917 N° 3520 de l'Administration de l'Enregistrement,

— L'instruction ministérielle du 27 septembre 1917,

— L'article 14 de la loi du 28 février 1921 et les articles 70 et 71 de la loi du 22 mars 1924 aggravant les pénalités établies,

— Le décret présidentiel du 18 avril 1918 rendant la loi du 1^{er} août 1917 applicable à l'Algérie,

— Le décret beylical du 23 octobre 1917 (7 moharrem 1336) instituant en Tunisie des mesures analogues à celles prises en France.

Obligations imposées

Toutes les personnes qui se trouvent désignées dans l'article 1^{er} de la loi du 1^{er} août 1917 (1) sont soumises aux trois obligations suivantes :

1^o Exiger de toute personne avec qui elles effectuent une des opérations visées par l'article 1^{er}, la déclaration de son identité, de sa nationalité et de son domicile (article 2 de la loi du 1^{er} août 1917).

2^o Tenir un registre en papier non timbré, visé et paraphé par le président ou l'un des juges du Tribunal de Commerce, sur lequel elles inscrivent chacune des dites opérations jour par jour depuis le 6 octobre 1917, sans blanc ni interligne (2) (même article et article 13 du II^e arrêté du 4 septembre 1917).

3^o Tenir un répertoire spécial pour les opérations de change à terme (article 4 de l'arrêté du 4 avril 1918).

Tenue des registres

Les modèles des registres et les indications y figurant ont été déterminés par le II^e arrêté ministériel du 4 septembre 1917 (*J. O.* 5 et 7 (erratum) septembre 1917) modifié et complété par l'arrêté du 4 avril 1918 (*J. O.* 5 avril 1918) pris en exécution de l'article 4 de la loi du 1^{er} août 1917 (3).

(1) Cet article leur impose l'obligation de faire une déclaration d'existence (voir chapitre III).

(2) L'article 3 de la Loi du 1^{er} août 1917 excepte de l'inscription les négociations de titres d'actions ou d'obligations libellés en monnaie étrangère lorsque la propriété des titres est transférée en France, sans aucune opération de change sur l'étranger.

(3) Les modifications au répertoire prescrites par le Décret du 25 janvier 1926 seront examinées au chapitre V consacré au régime fiscal des opérations de change.

Division du répertoire en trois parties :

Le répertoire est divisé en trois parties : achats, ventes, mises de Francs à la disposition de l'étranger, les deux premières parties étant elles-mêmes divisées en deux catégories. Des registres distincts sont utilisés pour chaque partie et les fractions des unités monétaires sont négligées.

La première partie reçoit l'inscription des *achats de monnaies ou devises étrangères*, coupons, titres d'actions ou d'obligations, etc... dont le montant est payable à l'étranger en monnaies étrangères.

La deuxième partie reçoit l'inscription des *ventes de monnaies ou devises étrangères*, coupons, titres d'actions ou d'obligations.

Ces deux parties sont divisées elles-mêmes en deux catégories, suivant que les opérations ont été conclues avec des personnes astreintes ou non à la tenue du répertoire.

Les opérations peuvent être groupées en fin de journée :

En ce qui concerne la première partie :

— Sans limitation de montant, par catégorie d'opérations et nature de monnaies, s'il s'agit de numéraire, de billets de banque, de l'encaissement de titres étrangers ou du produit de ces titres,

— Lorsque chaque devise est d'un montant inférieur à 25.000 Fr. et qu'il s'agit, pour le client vendeur, d'une opération isolée, par catégorie de devises et nature de monnaies, pour les chèques, effets et écritures en compte.

En ce qui concerne la deuxième partie :

— Lorsque chaque inscription ne porte pas sur plus de 5.000 Fr., par catégorie de devises et nature de monnaies, quel que soit l'objet de l'opération.

Les effets à échéance doivent être portés pour leur valeur nominale.

La troisième partie reçoit les inscriptions suivantes quel qu'en soit le montant :

1° Tous chèques et effets créés en France et présentés en France à l'encaissement, après avoir été négociés à l'étranger ;

2° Tous chèques et effets tirés de l'étranger sur France ;

3° Tous versements ou virements en Francs sur ordre de l'étranger ou en faveur de l'étranger.

Les opérations d'un montant inférieur à 5.000 Fr. peuvent être groupées en fin de journée, par pays et par nature d'opérations ; toutefois, les effets documentaires peuvent être groupés sans limitation de montant.

Les opérations de la troisième partie doivent être répertoriées, aux termes d'une circulaire de la Commission des Changes de juillet 1918, § III-B précisant la portée de l'arrêté du 4 septembre 1917 :

— pour les opérations indiquées aux numéros 1 et 2, par la Banque chargée du paiement ou exceptionnellement par la Banque chargée de la présentation si la Banque chargée du paiement ne tient pas le répertoire, — pour les opérations indiquées au numéro 3, par la Banque qui tient le compte à débiter (1) ou exceptionnellement par celle qui tient le compte à créditer si le versement lui est fait par une personne non astreinte à la tenue du répertoire.

Répertoire livraison :

Les opérations de change à terme doivent être répertoriées provisoirement dès leur conclusion sur un répertoire spécial. A l'échéance, les inscriptions au registre spécial sont annulées par une inscription pour ordre et l'opération est définitivement répertoriée sur le registre général.

(1) Cette Banque doit exiger les justifications prévues par la Loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capitaux.

Etablissement des relevés de quinzaine :

A la première ligne des deux premières parties du répertoire figure la déclaration des soldes en monnaies étrangères détenus ou dûs par la personne qui tient le répertoire au moment où celui-ci a été commencé.

Les 5 et 20 de chaque mois, les deux premières parties sont totalisées et les soldes de quinzaine positifs ou négatifs sont établis par nature de monnaie. Ces soldes sont reportés en première ligne de la quinzaine suivante. Le répertoire spécial est également arrêté tous les quinze jours.

Les 10 et 25 de chaque mois, les personnes qui tiennent le répertoire doivent adresser au Comité de Contrôle des relevés comprenant la copie intégrale de la première catégorie des deux premières parties, y compris les soldes de quinzaine, la copie intégrale de la troisième partie et un extrait du répertoire spécial.

Pluralité de registres :

Les Banques et Sociétés peuvent utiliser autant de registres que l'exige l'organisation de leurs services ; elles doivent, dans ce cas, tenir des registres de récapitulation sur lesquels sont établis les soldes bi-mensuels et dont la copie intégrale est jointe aux copies adressées au Comité de contrôle.

Modèle des registres

Les modèles des différents registres du Répertoire ont été déterminés par l'arrêté du 4 septembre 1917 ; celui de la troisième partie a été remanié par l'arrêté du 4 avril 1918 et ceux des deux premières parties, par le décret du 25 janvier 1926.

Nous reproduisons les modèles des 1^{re} et 3^e parties. Le modèle de la deuxième partie est semblable à celui de la première, avec cette différence que les mots : *achats, vendeurs, soldes positifs* sont remplacés par les

Modèle du répertoire N°3 (2^e aée. du 4 septembre 1917, adf. 4 et 2^e aée. du 4 avril 1918, art. 2.)

Troisième partie

Opérations comportant euuant comorté une vente de Franco à l'étranger

[illegible]

mots : *ventes, acheteurs, soldes négatifs* et que la récapitulation de quinzaine ne comprend que les trois premières lignes.

Les registres de récapitulation qui sont tenus par les maisons utilisant plusieurs registres, sont semblables aux registres des 1^{re} et 2^e parties, avec cette différence que les quatre premières colonnes sont remplacées par une colonne unique intitulée « Services ». On inscrit successivement dans cette colonne les services qui tiennent un répertoire particulier. Les colonnes « Droits perçus » et « Observations » n'existent pas sur le registre de récapitulation à la fin de la première catégorie, ces indications n'étant pas reprises sur le relevé adressé au Comité de Contrôle ; par contre, le registre de récapitulation est terminé par une colonne « Observations ».

Agents d'exécution

Le premier arrêté ministériel du 4 septembre 1917 confie aux Agents de l'Administration de l'Enregistrement, des Domaines et du Timbre, la mission de constater par des procès-verbaux les contraventions aux dispositions de la loi du 1^{er} août 1917 et aux mesures d'exécution prescrites par le second arrêté du 4 septembre 1917.

Ces agents ont le droit de se faire communiquer les registres du répertoire, en vertu de l'article 4 de la loi, mais le premier arrêté du 4 septembre 1917 décide que les renseignements ainsi recueillis ne pourront pas être utilisés pour l'application d'une autre loi que celle du 1^{er} août 1917.

Pénalités

La loi du 1^{er} août 1917 a puni d'une amende de 100 à 5.000 Fr. les infractions à ses dispositions, l'article 463 du Code pénal relatif aux circonstances atténuantes étant déclaré applicable.

Le minimum de l'amende a été porté à 1.000 Fr. par l'article 14 de la loi du 28 février 1921, qui a décidé en outre que les poursuites ne seraient exercées qu'à la requête du Ministre des Finances et que le Ministre pourrait transiger, le retrait de sa plainte avant le jugement entraînant abandon des poursuites.

L'article 70 de la loi du 22 mars 1924 n'a pas modifié sur ce point les pénalités existantes.

Colonies

La loi du 1^{er} août 1917 a été rendue applicable à l'Algérie, ainsi que les dispositions réglementaires prises pour en assurer l'exécution, par décret présidentiel du 18 avril 1918.

Des mesures similaires ont été prises en Tunisie par le décret beylical du 23 octobre 1917 (7 moharrem 1336).

Application pratique

Les différents sièges d'une Maison de Banque tiennent, en général, leur propre répertoire, la centralisation de toutes les inscriptions dans un répertoire unique soulevant, dans la plupart des cas, des difficultés pratiques considérables. Au sein d'un même siège, certains services tels que celui des changes, possèdent leur répertoire particulier ; ces répertoires particuliers sont transmis périodiquement à un service centralisateur qui est chargé notamment d'établir les états destinés au Comité de contrôle.

Le répertoire que tient le Service des Changes ne comprend que les deux premières parties, la troisième partie, en effet, ne concernant pas les opérations de change.

Toutes les opérations traitées par le Service des Changes doivent être répertoriées puisqu'elles consistent en achats ou en ventes de monnaies étrangères. Les opérations sont portées sur les registres avec indication du cours et de la contrevaleur en Francs. Lorsqu'on a

traité usance Londres, l'opération donne lieu à une double inscription, étant donné qu'elle comporte l'achat d'une monnaie étrangère et la vente d'une autre ; dans ce cas, on applique aux deux écritures la même contre-valeur en Francs en leur attribuant des cours fictifs qui permettent également de les passer en comptabilité (1).

Les affaires traitées entre les différents Sièges d'une même Maison tenant le répertoire sont inscrites au répertoire de chacun des Sièges, même lorsqu'il s'agit des agences en France.

Les opérations sont rangées dans la première ou dans la deuxième catégorie suivant la nature de la contrepartie. C'est ainsi que les affaires traitées avec la clientèle de Maisons de commerce ou avec les agences étrangères et les correspondants à l'étranger doivent être inscrites dans la première catégorie, ces contreparties n'étant pas astreintes à la tenue du répertoire, tandis que les affaires traitées avec les agences en France ou avec les autres Banques établies en France rentrent dans la deuxième catégorie, destinée aux contreparties astreintes à la tenue du répertoire. Il va de soi que les opérations conclues avec l'entremise d'un courtier sont inscrites au nom de la contrepartie et non pas à celui du courtier.

Les affaires au comptant sont inscrites à la date de leur conclusion, quelle que soit la valeur appliquée. En ce qui concerne les affaires à terme, traitées sous forme de prêts ou d'emprunts, l'opération au comptant est répertoriée sans délai sur le répertoire ordinaire tandis que l'opération à terme est portée provisoirement sur le répertoire spécial des opérations à livraison. Le terme sec est également inscrit sur le répertoire spécial. A l'échéance, l'annotation au répertoire spécial est annulée et l'opération est définitivement portée sur le répertoire ordinaire.

(1) Voir p. 213.

CHAPITRE V

LES RESTRICTIONS CONCERNANT L'EXPORTATION DES CAPITAUX

La loi du 3 avril 1918, complétée et modifiée par des lois successives, a prohibé en principe l'exportation des capitaux, ainsi que, par voie de conséquence, l'importation des titres et valeurs mobilières. Une note du Ministère des Finances publiée dans la presse le 4 avril 1918, qualifiait la loi nouvelle de mesure de défense nationale. Cette loi a pour objet d'empêcher l'émigration des capitaux résultant soit de spéculations sur le change, soit de dépôts ou de placements à l'étranger, soit d'achats de marchandises en vue de constituer des stocks (1).

Principaux textes en vigueur

Les principaux textes en vigueur sont les suivants :

— Loi du 3 avril 1918 réglementant l'exportation des capitaux et l'importation des titres et valeurs mobilières ; cette loi devait perdre effet à l'expiration d'un délai de 3 mois à compter de la promulgation du décret fixant la date de cessation des hostilités, mais elle a été maintenue en vigueur par des lois successives, dont la dernière en date est celle du 19 décembre 1926 dont l'article 64 proroge l'efficacité de la loi jusqu'au 31 décembre 1927 ; toutefois, depuis la loi du 31 mars 1922, l'application de la loi du 3 avril 1918 et des lois subséquentes peut être suspendue par décret,

(1) Préambule de l'Instruction Ministérielle du 15 juin 1918.

— Arrêté du 4 avril 1918 fixant les conditions d'application de la loi du 3 avril 1918,

— Instruction spéciale du 1^{er} mai 1918 relative aux chèques ou effets créés de France sur France et négociés à l'Etranger et aux chèques et effets tirés de l'Etranger sur France,

— Instruction du 15 juin 1918 relative à l'application par les Banques tenant le répertoire des opérations de change de la loi du 3 avril 1918,

— Décision ministérielle du 18 juin 1918 relative à la dispense de timbre des titres exportés,

— Circulaire ministérielle du 31 juillet 1920 relative aux sommes emportées par les voyageurs,

— Loi du 28 février 1921 instituant des pénalités nouvelles,

— Loi du 31 mars 1922 modifiant la loi du 3 avril 1918,

— Circulaire du 16 mai 1922 relative à l'application de la loi du 31 mars 1922,

— Circulaire de l'Enregistrement du 25 février 1924 relative au timbrage des titres étrangers,

— Loi du 22 mars 1924 ayant notamment pour objet diverses mesures d'ordre financier, dont les articles 72 à 77 modifient ou complètent la loi du 3 avril 1918,

— Circulaire du 14 avril 1924 relative à l'application de l'article 72 de la loi du 22 mars 1924,

— Circulaire du 31 mai 1924 relative aux reports et ouvertures de change,

— Loi de finances du 13 juillet 1925 dont les articles 21 et 22 concernent les avoirs à l'étranger,

— Instruction de l'Enregistrement du 15 juillet 1925 N° 3860 § 17 (justification du rapatriement de capitaux),

— Décret du 12 août 1925 suspendant temporairement l'application du titre II de la loi du 3 avril 1918 prohibant l'importation des titres et valeurs mobilières,

— Instructions ministérielles des 14 août 1925 et

15 novembre 1925 pour l'application de l'article 21 de la loi du 13 juillet 1925,

— Arrêté interministériel du 15 octobre 1925 relatif à l'application de l'article 72 de la loi du 22 mars 1924.

SECTION PREMIERE

EXPORTATION DES CAPITAUX

L'exportation des capitaux n'étant plus libre depuis la loi du 3 avril 1918, toute opération ayant pour conséquence de transférer des fonds ou des titres à l'étranger, donne lieu à des formalités dont l'importance varie suivant la nature de l'opération envisagée. Seules en sont affranchies les opérations isolées n'excédant pas la somme de 1.000 francs (1) ; il n'existe pas de minimum pour les titres et les coupons.

La loi du 3 avril 1918 n'est pas rétroactive. Elle a laissé la libre disposition de leurs capitaux aux personnes qui possédaient des fonds ou des titres à l'étranger, au moment de son entrée en vigueur.

Formalités requises

Toute personne résidant en France, ainsi que toute Société pour ceux de ses Etablissements fonctionnant

(1) Une lettre circulaire du Ministre des Finances datée du 6 mai 1926 est venue rappeler que si les achats et transferts à l'étranger de devises étrangères peuvent être effectués sans l'entremise d'une personne tenant le Répertoire quand l'opération n'excède pas 1.000 francs, cette disposition de la Loi du 3 avril 1918 ne saurait rendre licites, du fait qu'elles ne dépassent pas 1.000 francs, des opérations interdites par cette Loi.

La Circulaire prescrit aux Banques en conséquence :

1° D'exiger de toute personne se présentant à leurs guichets pour acheter ou vendre des devises étrangères, quel que soit le montant de l'opération, la déclaration de son identité, de sa nationalité et de son domicile, ou mieux de sa résidence, conformément à l'article 2 de la Loi du 1^{er} août 1917.

2° De tenir des feuilles annexes par journée détaillant quel qu'en soit le montant, toutes les opérations d'achat ou de vente de devises étrangères groupées sur le Répertoire, avec mention des renseignements d'identité fournis par les clients.

en France, ne peut acheter des monnaies ou devises étrangères pour un montant supérieur à 1.000 Fr., transférer hors de France des fonds, valeurs ou titres, mettre des sommes en francs ou mettre en France des titres à la disposition d'une personne résidant à l'étranger, sans :

1° Recourir à l'entremise d'une Banque tenant le Répertoire des opérations de change (art. 2, loi 3 avril 1918) ;

2° Remettre à cette Banque une déclaration écrite précisant l'objet de l'opération (même article).

Les transferts de fonds ou de titres sur simple déclaration écrite constituent le droit commun. Les deux formalités ci-dessus indiquées sont ainsi suffisantes toutes les fois que les textes ne prescrivent pas à la Banque tenant le Répertoire, d'en exiger d'autres. Il en résulte que les transferts de fonds ou de titres à l'étranger se répartissent en trois catégories :

1° Ceux qui nécessitent l'autorisation préalable du Ministre des Finances (Comité de Contrôle de l'Exportation des capitaux) ;

2° Ceux qui peuvent être effectués sur production de certaines justifications légales ;

3° Ceux pour lesquels une simple déclaration écrite est suffisante.

I. — *Transferts soumis à l'autorisation ministérielle.*

Il est interdit à toute personne résidant en France, qu'elle agisse pour son compte ou pour celui de tiers, sauf en cas d'autorisation du Ministre des Finances :

1° De constituer hors de France, par un moyen quelconque de crédit ou de change, à son profit ou au profit de tous tiers, un avoir en titres ou en fonds, pour dépôt ou placement, y souscrire à une émission, consentir un prêt à une personne résidant hors de France, acheter hors de France tous titres, biens ou produits quelconques, si l'opération implique pour la personne qui l'ef-

fectue ou pour le compte de laquelle elle est effectuée, un transfert quelconque de fonds ou de titres hors de France (art. 1^{er}, loi 3 avril 1918) ;

2° D'expédier ou transporter hors de France, en vue de leur réalisation ou de leur encaissement, des titres ou coupons dont la contre-valeur ne ferait pas l'objet, dans un délai de trois mois, d'une remise en France de francs ou de devises étrangères, ou, en ce qui concerne les titres, d'une introduction de titres de même valeur (art. 1^{er}, loi 3 avril 1918, mod. loi 31 mars 1922).

Cette prohibition ne s'applique pas, aux termes de l'article 4 de la loi du 3 avril 1918, modifié par la loi du 31 mars 1922 :

1° Aux fonds et aux titres que les particuliers et les Sociétés résidant ou fonctionnant hors de France ont ou pourront avoir en France ;

2° Aux fonds qui seraient envoyés dans les colonies françaises et les pays de protectorat pour y être utilisés sur place dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie ;

3° Au règlement des produits, denrées ou marchandises destinés à être importés, dans un délai maximum de six mois, en France, dans les colonies ou pays de protectorat, conformément aux lois et règlements en vigueur ;

4° Aux achats de devises étrangères effectués pour les besoins de leur propre entreprise par des industriels ou des commerçants non banquiers résidant en France, en utilisant la contre-valeur des fonds transférés par eux de l'étranger en France postérieurement au 1^{er} avril 1922.

Toutefois, la portée de cette dernière dérogation instituée en 1922, a été considérablement réduite par l'article 72 de la loi du 22 mars 1924 (1).

Pour bénéficier des dispositions ci-dessus, les inté-

(1) Voir Section III.

ressés devront avoir un compte chez une personne tenant le répertoire des opérations de change.

L'autorisation du Comité de Contrôle est générale ou spéciale suivant les cas. L'autorisation spéciale est conservée par la Banque, tandis que l'autorisation générale est simplement annotée, visée et estampillée par les différentes Banques auxquelles s'adresse le bénéficiaire (Instruction du 15 juin 1918).

II. — *Transferts nécessitant des justifications légales.*

Dans quelques cas, la loi ou, en vertu de ses pouvoirs propres, le Ministre des Finances, a précisé aux Banques, certaines des justifications qu'elles devaient exiger.

1° L'article 4 excepte de la prohibition portée par l'article 1^{er} de la loi du 3 avril 1918 :

— Le règlement des produits, denrées ou marchandises destinés à être importés, dans un délai maximum de six mois, en France, dans les colonies ou pays de protectorat, conformément aux lois et règlements en vigueur.

La Banque se trouve ainsi dans l'obligation de demander des justifications aux importateurs qui entendent bénéficier de cette disposition.

S'il s'agit de marchandises dont l'importation est libre, l'intéressé doit le préciser sur sa déclaration. S'il s'agit de marchandises dont l'importation est réglementée, il doit communiquer à la Banque une copie spéciale sur papier rose de son autorisation d'importation faire mention de cette autorisation dans sa déclaration (art. 2 loi 3 avril 1918. Instruction du 15 juin 1918. C. II).

L'article 72 de la loi du 22 mars 1924 a décidé que la déclaration devrait être revêtue de l'avis favorable de la Chambre de Commerce du domicile du déclarant ou de tous autres organismes agréés. Le refus d'avis favorable doit être motivé et l'intéressé peut demander au

Comité de Contrôle l'autorisation d'effectuer l'opération qui a donné lieu au refus.

Aux termes d'une circulaire du 25 mars 1924 du Ministre du Commerce et de l'Industrie, les Chambres de Commerce, lorsque les déclarations leur sont présentées, doivent avant tout s'assurer :

1° De la qualité de commerçant du déclarant ;

2° De la réalité de l'opération d'importation de marchandises en vue de laquelle les devises étrangères sont achetées.

Devant les difficultés pratiques d'application, le Ministre des Finances, par circulaire du 14 avril 1924, a autorisé les Chambres de Commerce, qui étaient dans l'obligation de viser chaque déclaration, à donner leur avis favorable :

a) Sur une déclaration générale pour l'ensemble des achats de change à effectuer dans une période déterminée de plusieurs semaines ou de plusieurs mois, correspondant au chiffre habituel des affaires d'importation du déclarant au cours de cette période ;

b) Sans désignation de la Banque à laquelle les importateurs se réservent de s'adresser.

Cependant, aux termes de la circulaire du 14 avril 1924, les Chambres de Commerce ne doivent délivrer d'avis favorables d'un caractère général qu'aux importateurs notoirement connus et suivant leurs besoins normaux, pour un montant et une durée qu'elles restent libres de fixer, sans toutefois que cette durée puisse excéder six mois. Ces autorisations provisionnelles ne dispensent pas les importateurs de remettre aux Banques des déclarations spéciales pour chaque opération de change. Ils doivent également communiquer leurs autorisations générales aux Banques qui les estampillent de la date et du montant de l'opération et qui conservent les déclarations spéciales. Les déclarations générales épuisées ne peuvent être renouvelées qu'après avoir été examinées par la Chambre de Commerce.

Une circulaire du 17 juillet 1926 du Ministre du Com-

merce et de l'Industrie aux Chambres de Commerce a confirmé et précisé les instructions de 1924 et leur a prescrit notamment d'obliger importateurs-exportateurs à imputer le prix d'achat des marchandises importées sur leurs ressources en devises et de refuser leur visa aux demandes d'achats de change destinés à des règlements de marchandises, même d'origine étrangère, lorsque ces règlements doivent être effectués à des Maisons établies en France.

La même circulaire a également invité les Chambres de Commerce à fournir des statistiques hebdomadaires au Comité de Contrôle de l'exportation des capitaux et elle contient diverses recommandations relatives à l'organisation des Services de Devises (établissement des demandes d'autorisation en double exemplaire dont l'un est conservé à la Chambre de Commerce, fractionnement de l'autorisation provisionnelle en plusieurs formules quand l'importateur désire s'adresser à plusieurs banques, etc.) ;

2° Une circulaire ministérielle du 31 juillet 1920 a élevé de 1.000 à 5.000 Fr. la somme que tout voyageur se rendant à l'étranger, peut emporter comme frais de voyage sans demander d'autorisation. Cependant les Banques ne peuvent délivrer des chèques ou accreditifs jusqu'à concurrence de 5.000 Fr. ou de la contrevaletur de cette somme que sur communication d'un passeport régulier.

Certaines Banques ont obtenu dès 1918 l'autorisation de délivrer des devises à leurs clients habituels :

— Quand il s'agit des besoins alimentaires de personnes résidant à l'étranger, jusqu'à concurrence de 12.000 Fr. par an et par personne ;

— Quand il s'agit des frais de voyage de personnes quittant momentanément la France, jusqu'à concurrence de 5.000 Fr. par personne, pour un voyage en Europe, et de 10.000 Fr. par personne pour un voyage hors d'Europe.

III. — *Transferts effectués sur déclaration écrite précisant l'objet de l'envoi.*

Les transferts sur simple déclaration peuvent être effectués dans tous les cas où la loi n'exige ni autorisation ministérielle, ni certaines justifications précises. Les transferts sur simple déclaration forment ainsi le droit commun.

Il va de soi que la déclaration de l'intéressé doit être suffisamment complète et détaillée pour permettre aux Banques de s'assurer que l'opération ne nécessite pas de plus amples formalités. Les Banques doivent exiger toutes justifications complémentaires à l'appui des déclarations.

Règles particulières aux chèques

Les difficultés soulevées par l'application aux chèques provenant de l'étranger de la réglementation de l'exportation des capitaux ont fait l'objet d'une instruction spéciale du 1^{er} mai 1918.

Tout chèque ou effet tiré de France sur France ne peut être envoyé à l'étranger que s'il est tiré sur une Banque tenant le répertoire et si la personne, tireur ou endosseur, qui le négocie à l'étranger, a fourni à cette Banque les justifications nécessaires.

Tout chèque ou effet tiré de l'étranger sur France doit être domicilié auprès d'une Banque tenant le répertoire et toutes les justifications nécessaires doivent être fournies à cette Banque par le tiré avant la domiciliation.

S'il en est autrement, le chèque ou l'effet doit être considéré comme irrégulier. La Banque chargée de l'encaissement de chèques créés de France sur France, négociés à l'étranger et non tirés sur une Banque tenant Répertoire ou de chèques tirés de l'Etranger sur France et non domiciliés auprès d'une Banque, peut en soigner l'encaissement, mais elle doit inscrire séparément ces chèques sur son répertoire, en mentionnant toutes indications relatives au tiré et à l'endosseur au profit de

l'étranger. De même, la Banque sur laquelle un chèque négocié à l'étranger a été tiré ou chez laquelle il a été domicilié, doit le payer même si elle n'a pas obtenu de justifications préalables, mais elle doit également signaler l'irrégularité sur son répertoire.

En ce qui concerne les encaissements documentaires, la Banque qui reçoit en paiement un chèque ou effet en monnaie étrangère, n'a pas à demander des justifications qui ont dû être déjà fournies à la Banque qui a délivré le chèque ou l'effet. Par contre, elle doit exiger la déclaration si elle encaisse la contrevaletur en francs au cours du jour.

*Opérations faites pour leur compte personnel
par les Banques tenant le Répertoire*

L'instruction du 15 juin 1918 dispose que pour les opérations qui rentrent dans l'exercice de leur profession, les Banques sont dispensées de toutes déclarations et justifications immédiates. Elles doivent obtenir l'autorisation du Ministre pour les opérations prohibées par l'article 1^{er} N° 1 de la loi du 3 avril 1918, qu'elles sont désireuses d'effectuer. Elles sont tenues de fournir, sur leurs opérations, toutes autorisations, déclarations ou justifications utiles, à première réquisition des agents du contrôle.

Les Banques tenant le Répertoire n'ont pas à se fournir réciproquement de déclarations ou justifications pour les opérations qu'elles traitent entre elles. Une Banque est couverte par le fait que son donneur d'ordre est lui-même une Banque tenant le Répertoire.

SECTION II

IMPORTATION DES TITRES ET VALEURS MOBILIÈRES

L'importation en France de toute valeur représentant directement ou indirectement une part de propriété ou

une créance, est interdite. La création en France d'un certificat conférant à son porteur un droit sur des biens ou valeurs existant à l'étranger est également défendue (art. 6, loi du 4 avril 1918). Le ministre des Finances a néanmoins le pouvoir d'accorder des autorisations générales ou spéciales.

L'article 7 excepte cependant de la prohibition les titres suivants :

1° Les valeurs émises depuis le début des hostilités par l'Etat français;

2° Les titres échus remboursables en France et les coupons payables en **France**;

3° Les titres dont la personne qui en poursuit l'introduction en France était propriétaire avant la promulgation de la loi ou est devenue propriétaire par succession depuis cette date;

4° Les titres achetés ou souscrits en France depuis le début des hostilités.

A cette énumération, l'instruction du 15 Juin 1918 a ajouté :

Les titres rapatriés après régularisation par les banquiers pour le compte de leurs clients ou pour leur compte personnel.

L'importation des titres ou coupons peut se faire dans tous les cas ci-dessus librement, sans l'intervention d'une Banque tenant le répertoire.

La loi du 31 mars 1922 a autorisé l'importation des titres acquis à l'étranger dans les conditions prévues par le nouveau paragraphe 2 de l'article 1^{er} de la loi du 3 avril 1918, c'est-à-dire, des titres acquis au moyen du produit de la vente ou de l'encaissement de titres exportés depuis trois mois au plus. La sortie et l'entrée de ces titres doit être effectuée par l'entremise d'une Banque tenant le répertoire; la Banque doit noter ces opérations sur un **registre spécial**, les reporter en fin de quinzaine sur son répertoire et remettre à la Douane

des déclarations indiquant notamment le numéro correspondant du registre spécial.

SECTION III

LE MAINTIEN A L'ÉTRANGER

DU PRIX DES MARCHANDISES EXPORTÉES

La loi du 31 mars 1922 a décidé que la prohibition instituée par l'article 1^{er}, 1^o de la loi du 3 avril 1918 ne s'étendait plus « aux achats de devises étrangères effectués pour les besoins de leur propre entreprise par des industriels ou des commerçants non banquiers résidant en France, en utilisant la contrevaletur des fonds transférés par eux de l'étranger en France » (article 4, loi 3 avril 1918, mod. loi 31 mars 1922).

Ce droit de libre réexportation des fonds introduits en France avait pour objet de détourner les industriels ou commerçants résidant en France de conserver à l'étranger des fonds dont la loi du 3 avril 1918 leur laissait la libre disposition (produit de ventes à l'étranger, bénéfices réalisés à l'étranger par exemples) dans le but d'éviter les formalités qu'exigerait toute exportation ultérieure de ces fonds pour les besoins de leurs affaires. Cette dérogation ne concernait les capitaux exportés pour les besoins des entreprises que dans la limite des sommes introduites en France depuis l'entrée en vigueur du texte nouveau. Afin de bénéficier de cette facilité, les négociants ou industriels devaient se faire ouvrir dans une Banque tenant le répertoire, un compte spécial où figureraient, sans d'ailleurs être bloquées, les remises en francs de l'étranger destinées éventuellement à être à nouveau converties en devises (Circulaire du 16 mai 1922).

Cette latitude a été enlevée aux exportateurs par l'article 72, 3^e alinéa, de la loi du 22 mars 1924, aux termes duquel on doit considérer comme une exportation de

capital, dans le sens de la loi du 3 avril 1918, le fait de laisser à l'étranger le prix de marchandises exportées, à moins que l'exportateur ne justifie qu'il a besoin de ce prix pour payer des marchandises qu'il a importées ou qu'il importera dans les six mois.

L'arrêté interministériel du 14 octobre 1925 prescrit en outre que ce rapatriement soit effectué par une remise de francs en France dans un délai maximum fixé provisoirement à trois mois comptés à partir de la date où les fonds sont mis à la disposition de l'exportateur; si le transfert de ces fonds en France a lieu par une remise de devises étrangères, leur conversion en francs doit être opérée dans le même délai compté à partir de la même date (art. 1^{er}).

Les exportations sont constatées :

a) En ce qui concerne les exportateurs tenant le registre spécial des marchandises exportées (1), au vu des inscriptions à ce registre et des documents qui doivent être communiqués aux agents chargés du contrôle de l'impôt sur le chiffre d'affaires. Sur ce registre doivent figurer, désormais, les marchandises expédiées en consignation à l'étranger dont l'inscription doit être complétée dans la suite par la mention soit de leur vente, soit de leur réimportation (art. 2 de l'arrêté).

b) En ce qui concerne les personnes ne tenant pas le registre spécial, par une déclaration spéciale au bureau de Douane de sortie; cette déclaration est transmise à la Direction départementale des Contributions Indirectes et ensuite au service compétent, quant à l'impôt sur le chiffre d'affaires (art. 3 de l'arrêté).

L'obligation de rapatriement en s'applique pas (art. 4 de l'arrêté) :

a) En vertu des dispositions législatives en vigueur :

(1) Ce registre a été institué par l'article 12 de l'arrêté du 28 août 1920 pris en application de l'article 72 de la Loi du 25 juin 1920, dont l'alinéa 3 exempte les affaires d'exportations de l'impôt sur le chiffre d'affaires.

1° Aux fonds provenant de la vente de marchandises exportées et destinées au règlement de marchandises à importer dans les six mois,

— En France, Algérie et Tunisie;

— Dans les autres colonies et pays protégés, si les marchandises ou le produit de leur vente doit être utilisé sur place dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie;

2° Aux fonds provenant de la vente de marchandises exportées directement dans ces dernières colonies ou pays protégés et devant y être utilisés dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie;

3° Au prix des marchandises exportées qui sont la propriété en France de personnes résidant à l'étranger;

4° Au prix des marchandises exportées pour lequel une dispense de rapatriement aura été accordée par le ministre des Finances;

b) En vertu des dérogations accordées :

5° Aux fonds que les exportateurs justifient avoir utilisés au règlement à l'étranger des frais de leurs établissements de vente ou d'achat à l'étranger, de frais de transport, de manutention, d'assurance et de douane; pour bénéficier de cette disposition, les exportateurs ont dû adresser, dans les trois mois de la publication de l'arrêté, à l'Administration dont ils dépendaient pour la perception de l'impôt sur le chiffre d'affaires, une déclaration revêtue de l'avis favorable de la Chambre de Commerce et indiquant le montant approximatif des sommes qu'ils désirent conserver annuellement à l'étranger; lorsque le montant de la déclaration ne correspond plus aux besoins de l'entreprise, une nouvelle déclaration doit être faite **dans les mêmes formes**;

6° Aux envois isolés présentant le caractère de cadeaux ou de souvenirs, à conditions qu'ils ne facilitent ni ne déguisent une opération **prohibée**.

L'article 74 de la loi du 22 mars 1924 permet le Gouvernement de suspendre, par décret, l'application de l'article 72.

SECTION IV

DÉCLARATION DES AVOIRS A L'ÉTRANGER ET AMNISTIES DESTINÉES A EN FAVORISER LE RAPATRIEMENT

Par son article 21 relatif aux avoirs à l'étranger, la Loi de Finances du 13 juillet 1925 a pris un certain nombre de mesures tendant plus à accroître le rendement des impôts sur les revenus qu'à obtenir le rapatriement des capitaux. Dans ce but, elle a institué une déclaration annuelle des avoirs à l'étranger et trois amnisties.

1° *Déclaration annuelle :*

Depuis le 1^{er} janvier 1926, toute personne de nationalité française, domiciliée ou résidant en France, est tenue de fournir dans les deux premiers mois de chaque année, au Contrôleur des Contributions Directes, une déclaration détaillée décrivant la nature, la valeur et le revenu des biens mobiliers ou immobiliers qu'elle possède à l'étranger. Cette déclaration est obligatoire, même pour les personnes non assujetties à l'impôt sur le revenu, et se fait sous la foi du serment. Elle ne concerne que les personnes physiques.

L'absence de déclaration ou la déclaration sciemment inexacte est punie, outre des peines portées par l'article 366 du Code pénal (1), d'une amende égale (décime compris) à la moitié de l'avoir dissimulé et de l'affichage du nom du contrevenant et du motif de la contravention à la porte de la Mairie du lieu de son imposition. Les complices sont passibles des mêmes peines. Toutefois, l'article 463 du Code pénal est déclaré applicable.

(1) L'article 366 du Code pénal punit le faux serment d'un emprisonnement d'un à cinq ans et d'une amende de 100 à 3.000 francs sans préjudice de la privation des droits civiques, civils et familiaux prévus par l'article 42, pendant de cinq à dix ans à compter du jour où la peine aura été subie, et de l'interdiction de séjour.

2° *Amnisties.*

L'article 21 a institué les trois amnisties suivantes :

a) Amnistie pénale et fiscale pour les personnes de nationalité française domiciliées ou résidant en France qui ont rapatrié avant le 1^{er} janvier 1926, les sommes et valeurs mobilières possédées irrégulièrement à l'étranger à la date du 14 juillet 1925.

b) Amnistie fiscale, pour les personnes qui ont réparé spontanément et complètement dans les déclarations intervenues avant le 1^{er} mars 1926, les insuffisances, omissions ou dissimulations antérieures au 1^{er} janvier 1926.

c) Amnistie pénale pour les exportateurs (1) qui ont rapatrié avant le 1^{er} janvier 1926, par une remise en francs, les fonds qu'ils détenaient à l'étranger irrégulièrement au regard de l'article 72 de la loi du 22 mars 1924.

Ces différentes amnisties ne couvrent que les irrégularités commises par des personnes physiques avant l'entrée en vigueur de la loi du 13 juillet 1925.

3° *Suspension temporaire de la prohibition d'importer les titres et valeurs mobilières et rapatriement fictif.*

Aucune formalité n'a été prévue pour les rapatriements d'espèces et de titres. L'instruction du 12 août 1925 a seulement recommandé aux intéressés qui rapatriaient eux-mêmes leurs titres de faire viser par la douane une déclaration de rapatriement à laquelle serait jointe une attestation de la Banque étrangère et à ceux qui ne les rapatriaient pas eux-mêmes, de recourir à l'entremise d'une banque tenant le répertoire à qui ils auraient remis une déclaration et une attestation de la Banque étrangère.

(1) Les autres dispositions de l'article 21 ne s'appliquent pas aux exportateurs soumis aux prescriptions de l'article 72 de la Loi du 22 mars 1924.

Afin de faciliter le rapatriement, le décret du 12 août 1925 a suspendu, jusqu'au 1^{er} janvier 1926, la prohibition d'importation des titres et valeurs mobilières établie par la loi du 3 avril 1918.

De plus, l'instruction du 15 novembre 1925 contenant diverses précisions relatives au rapatriement, a institué notamment le rapatriement fictif. Les titres étrangers appartenant à des Français résidant en France sont, par dérogation à la loi du 3 avril 1918, considérés comme rapatriés lorsqu'ils sont déposés à l'étranger sous le dossier d'une personne tenant le répertoire des opérations de change et que le dépôt répond à un certain nombre de conditions posées par l'instruction. Par contre, les titres déposés en France dans une Banque sous le dossier d'un étranger ne peuvent être considérés comme rapatriés. Enfin, les propriétaires de certaines valeurs nominatives étrangères qui n'ont entre les mains qu'un simple reçu ou avis d'inscription sur les registres de transfert de l'établissement émetteur, ont pu rapatrier leurs titres en déposant ce document chez une personne tenant répertoire et en se pliant à un certain nombre de formalités, parmi lesquelles se trouve l'encaissement des chèques de dividendes ou intérêts par l'entremise de la dite personne.

SECTION V

COLONIES

La loi du 3 avril 1918, les articles 69 à 76 de la loi du 22 mars 1924 et les articles 21 et 22 de la loi du 13 juillet 1925, ont été déclarés applicables à l'Algérie.

Un régime analogue à celui existant dans la Métropole a été institué en Tunisie par décret Beylical du 24 avril 1918.

SECTION VI

SANCTIONS

La violation des dispositions de la loi du 3 avril 1918 et des lois subséquentes est frappée à la fois d'une sanction civile et d'une sanction pénale. D'une part, les opérations effectuées en fraude de ces lois sont entachées de nullité absolue et, d'autre part, les auteurs de ces infractions sont passibles d'amende et de prison.

Nullités.

La jurisprudence paraît considérer sans hésitation que les dispositions de la loi du 3 avril 1918 et des lois subséquentes présentent un caractère d'ordre public et qu'en conséquence, il y a lieu d'annuler toute opération d'achat de monnaies ou devises étrangères pour lesquelles les prescriptions de ces lois n'ont pas été observées. Un arrêt de la Cour d'appel de Paris, en date du 3 décembre 1925 (1), confirmant un jugement du Tribunal civil de la Seine, en date du 26 décembre 1924 (2) s'est formellement prononcé dans ce sens.

Dans ces conditions, il n'est pas douteux que les Banques qui accepteraient d'exécuter des ordres d'achat irréguliers encourraient, de ce fait, un risque considérable puisqu'elles seraient démunies de tout moyen de droit d'empêcher leur contrepartie de se dérober; ce danger est particulièrement grave lorsqu'il s'agit d'opérations à terme. Si l'on peut admettre que, dans beaucoup de cas, des considérations d'honneur retiendront la contrepartie, on ne voit pas pour quelles raisons, en cas de faillite, le Syndic s'abstiendrait de poursuivre la résiliation des contrats de change illicites.

Il importe d'observer que la Banque ne pourrait même

(1) *Gazette des Tribunaux* du 4 février 1926.

(2) *Recueil Gaz. Trib.* 1925.2.525.

pas faire état d'un arrangement amiable intervenu entre elle et son client, l'article 2046 du Code civil permettant de transiger sur l'intérêt civil qui résulte d'un délit, n'étant pas applicable aux rapports des co-auteurs du délit. C'est en ce sens que s'est prononcé l'arrêt précité qui a déclaré radicalement nulle une transaction de ce genre comme constituant une convention faite en fraude de la loi.

Pénalités.

L'article 9 de la loi du 3 avril 1918 a réprimé les infractions à cette loi, les tentatives d'en commettre ainsi que les déclarations ou justifications fausses ou incomplètes d'une amende ne pouvant excéder 25 % du montant de la somme ou de la valeur des titres ni être inférieure à 16 francs. L'amende devait être doublée en cas de récidive. L'article 463 du Code pénal était déclaré applicable.

Ces sanctions ont été aggravées par des lois postérieures.

La loi du 28 février 1921, article 13, a porté à 1.000 fr. le minimum de l'amende. Ce texte a décidé en outre que les poursuites ne pourraient être exercées qu'à la requête du Ministre des Finances et que le Ministre serait autorisé à transiger, le retrait de sa plainte avant le jugement entraînant abandon des poursuites.

La loi du 31 mars 1922 a décidé que les poursuites entamées seraient continuées jusqu'à solution définitive, nonobstant l'expiration, l'abrogation ou la suspension des lois en vigueur.

L'article 73 de la loi du 22 mars 1924 rend passibles des sanctions ci-dessus les contraventions aux prescriptions de l'article 72. (Visa de la Chambre de Commerce. Rapatriement du prix des marchandises exportées).

De plus l'article 75 de la même loi a complété l'article 9 de la loi du 3 avril 1918, en déclarant les exportations illicites, les tentatives d'en commettre et les

déclarations ou justifications fausses ou incomplètes, passibles, en plus de l'amende, d'un emprisonnement d'un à six mois ou de l'une des deux peines seulement. Les dispositions de l'article 13 de la loi du 28 février 1921 et de la loi du 31 mars 1922 ont été déclarées, par l'article 76, applicables dans les cas prévus à l'article 75.

Enfin l'article 22 de la loi du 13 juillet 1925 a rendu les exportations matérielles ou tentatives d'exportations matérielles illicites de capitaux passibles des peines portées par la loi du 17 août 1915 (1) et les importations matérielles ou tentatives d'importations matérielles illicites de titres ou valeurs mobilières, passibles des peines portées par les articles 41 à 43 de la loi du 18 avril 1816, 37 de la loi du 21 avril 1818 et 1 et 4 de la loi du 2 juin 1875 (2). L'article 22 a décidé, en outre, que les infractions seraient constatées, instruites et jugées comme en matière de douanes ; les poursuites ne peuvent être exercées que sur la plainte du Ministre des Finances ; le Ministre est autorisé à transiger, l'article 463 du Code pénal est applicable.

(1) La Loi du 17 août 1915 relative aux infractions en matière de douane punit les infractions aux prohibitions de sortie ou de réexportation d'une amende de 100 à 5.000 francs et d'un emprisonnement d'un mois à deux ans, ou d'une des deux peines seulement, ainsi que de la confiscation des marchandises et objets saisis et des moyens de transport. Le tribunal peut, en outre, faire publier et afficher le jugement de condamnation.

(2) Ces différents textes relatifs aux importations ou introductions frauduleuses d'objets prohibés ou tarifés ordonnent également la confiscation de l'objet de la contrebande et des moyens de transport et établissent des amendes pouvant s'élever au double de la valeur des objets confisqués et un emprisonnement pouvant atteindre trois ans. L'amende et l'emprisonnement sont variables suivant le nombre des contrevenants et l'importance des objets saisis. Ceux qui ont participé à un fait de contrebande sont également passibles de l'amende et de la prison. Ils sont, en outre, frappés de déchéances et ne peuvent plus se présenter à la Bourse, exercer les fonctions d'Agent de Change ou de courtier ni être électeur, ni éligible dans les Assemblées tenues pour l'élection des commerçants ou des prud'hommes.

SECTION VII

AGENTS D'EXÉCUTION

Les demandes de dérogation aux dispositions des lois du 3 avril 1918, 31 mars 1922 et 22 mai 1924 sont instruites par le Comité de Contrôle de l'Exportation des Capitaux. Le président et les membres du Comité sont délégués pour signer, au nom du Ministre, les autorisations ou les rejets. (Arrêtés des 11 mars 1920 et 20 août 1924).

La constatation des contraventions prévue par l'article 8 de la loi du 3 avril 1918 a été confiée par le premier arrêté du 4 avril 1918 :

1° Aux agents de l'administration de l'Enregistrement et de l'administration des Douanes ;

2° Aux agents spéciaux munis d'une lettre de service du Ministre des Finances.

L'article 8 donne à ces agents le droit de demander aux services publics d'exercer les droits de communication autorisés, en vue de rechercher les renseignements qui leur sont nécessaires.

Le contrôle de l'application de l'article 72 de la loi du 22 mars 1924 a été attribué par l'article 5 de l'arrêté du 14 octobre 1925 :

1° Aux inspecteurs de l'Enregistrement détachés auprès du Comité de Contrôle ;

2° Aux agents des administrations financières suivant leur compétence pour l'application de la taxe sur le chiffre d'affaires et aux agents des Contributions indirectes, dans tous les autres cas.

Enfin l'exportation matérielle ou la tentative d'exportation matérielle de toute forme de capitaux dont l'envoi hors de France est interdit, et l'importation matérielle et la tentative d'importation matérielle de titres et valeurs mobilières dont l'entrée en France est interdite, sont constatées comme en matière de Douanes.

SECTION VIII

TIMBRAGE DES TITRES

Les articles 5 de la loi du 28 décembre 1895 et 7 de la loi du 31 décembre 1907 interdisent l'énonciation dans tous les actes soit publics, soit privés, de titres étrangers non abonnés et non préalablement timbrés au comptant.

Le Ministre des Finances a reconnu cependant, par décision du 18 juin 1918, que les particuliers et les banquiers pourraient, sans contrevenir aux lois fiscales, énoncer des titres non timbrés dans les écrits nécessaires pour l'application de la loi du 3 avril 1918 et utilisés seulement en vue de son application. Le Ministre a considéré, en effet, que les documents dont il s'agit ne sont pas rédigés dans un intérêt privé, qu'on a imposé aux parties l'entremise d'une Banque dans l'intérêt public et que les formalités qui en résultent ne sauraient avoir pour résultat de faire supporter aux parties un impôt que normalement elles éviteraient en expédiant elles-mêmes leurs titres à l'étranger.

Cette dispense s'applique pour les mêmes raisons aux titres importés par l'entremise d'une Banque, dans les conditions de la loi du 31 mars 1922, en remplacement de titres exportés tout au plus trois mois plus tôt.

De même, l'instruction ministérielle du 12 août 1925, pour l'application de l'article 21 de la loi du 13 juillet 1925, a décidé que les titres non abonnés rapatriés par l'entremise d'une Banque tenant le Répertoire, pourraient être énumérés dans tout écrit rédigé en vue de l'application de l'article 21 sans donner ouverture à la perception du droit de timbre au comptant.

Par contre, les personnes qui présentent des titres étrangers au timbrage doivent, en vertu d'une décision ministérielle du 22 février 1924, justifier que ces titres n'ont pas été introduits en France en fraude des dispositions légales.

SECTION IX

PRESCRIPTIONS SPÉCIALES AUX OPÉRATIONS DE REPORT

Dans les premiers mois de 1924, le Gouvernement désireux de combattre la tension des changes, prescrivit aux Banques de s'abstenir de fournir à leur clientèle les moyens d'intervenir sur le Marché des Changes dans un sens défavorable à la tenue du Franc.

Par lettres circulaires des 21 et 25 janvier 1924, 27 février 1924, 12 et 13 mars 1924, le Ministre des Finances a interdit toutes les opérations aboutissant, sous une forme ou sous une autre, à mettre des Francs à la disposition des spéculateurs étrangers vendeurs de Francs à découvert. Parmi ces opérations, figurait notamment les reports de Francs pour le compte de l'étranger.

Le 31 mai 1924, une circulaire du Ministre des Finances vint réglementer les opérations de report et de couverture de change effectuées par les exportateurs et importateurs résidant en France. Ces opérations sont autorisées à condition d'avoir à la base :

a) Une exportation de marchandises devant se régler par la mise de devises étrangères à la disposition du marché intérieur;

b) Une importation de marchandises dans les six mois, en France, dans les colonies ou les pays protégés, conformément aux lois et règlements en vigueur ou une importation de marchandises spécialement autorisée, que ces marchandises soient destinées à la réexportation ou à la consommation intérieure.

Ces opérations de report et de couverture de change ne doivent pas avoir une durée dépassant la date à laquelle les marchandises exportées seront payées à l'exportateur et les marchandises importées seront, après règlement du prix d'achat, soit revendues à l'étranger, soit livrées à la consommation intérieure.

Ces opérations doivent être répertoriées. Les person-

nes tenant le répertoire ont à exiger de leurs clients, avec toutes justifications utiles, une déclaration exposant les raisons qui motivent l'achat de devises étrangères. Ces déclarations n'ont pas à être présentées pour avis aux Chambres de Commerce, mais elles doivent rappeler la déclaration initiale, visée par la Chambre de Commerce, relative à l'achat de devises reporté. Ce dernier point a été confirmé par la circulaire du Ministre du Commerce du 17 juillet 1926 qui précise notamment aux Chambres de Commerce que les opérations de report ne doivent pas être imputées sur les autorisations provisionnelles.

Les opérations de report ou de couverture qui ne remplissent pas les conditions prévues ci-dessus, doivent faire l'objet d'une autorisation préalable du Comité de Contrôle.

Des lettres circulaires du Ministre des Finances, du 14 décembre 1925 et 14 janvier 1926, confirmèrent les circulaires précédentes et recommandèrent aux Banques de façon pressante de s'abstenir de toutes opérations pouvant aboutir sous une forme ou sous une autre, à une demande, sur le marché, de devises étrangères qui ne corresponde pas à une opération commerciale avec l'Etranger appuyée des justifications prévues. L'interdiction ainsi portée visait, entre autres, les avances quelles qu'elles soient (avances en compte, reports non autorisés, etc...) à des Banques étrangères fonctionnant à l'Etranger comme à toutes personnes françaises ou étrangères résidant à l'étranger, en dehors des crédits de courrier.

Ces deux circulaires furent elles-mêmes confirmées par une lettre circulaire du 6 mai 1926. Cette circulaire rappelle aux Banques qu'elles doivent s'abstenir des opérations interdites par la loi du 3 avril 1918 et notamment des opérations de report qui aboutissent à une avance effective en Francs au profit de personnes ou sociétés résidant ou fonctionnant à l'étranger. Elle invite les

Banques à se conformer rigoureusement aux prescriptions de la circulaire du 31 mai 1924, en matière d'opérations de report et de couverture de change. De plus, elle leur recommande de veiller avec un soin particulier, à ce que les crédits de courrier en faveur de l'étranger, toujours exceptés des opérations interdites par les circulaires précédentes, ne constituent pas un abus en se traduisant, au profit des bénéficiaires, par des découverts prolongés ou même constants.

SECTION X

APPLICATION PRATIQUE

En général, le Service des Changes d'une Maison de Banque n'a pas à se préoccuper d'appliquer la plupart des prescriptions de la loi du 3 avril 1918 et des lois postérieures.

Tous les ordres d'achat qu'il exécute sur le marché lui ont, en effet, été transmis soit par les autres services de la Maison, soit par les Agences. C'est aux Services ou aux Agences en relation avec la clientèle, qu'il appartient d'exiger, avant d'accepter un ordre donnant lieu à un achat, toutes justifications ou autorisations nécessaires. Le Service des Changes qui ignore les noms des donneurs d'ordre initiaux, ne peut que s'en rapporter aux Services et Agences pour l'observation des prescriptions légales.

Si l'ordre émane d'une Agence ayant son autonomie à l'égard du Siège, le Service des Changes note l'opération sur son répertoire sous la forme d'un achat sur le marché et d'une vente à l'agence. Par contre, si l'ordre a été transmis par un autre Service de la Maison, les différents services d'un même siège n'ayant pas à répertorier leurs opérations réciproques, l'achat sur le marché sera répertorié par le Service des Changes et la cession au client, par le Service qui a accepté l'ordre.

Les opérations d'arbitrage sur devises se trouvent autorisées par le texte même de l'instruction du 15 juin 1918 qui précise que les Banques peuvent, comme par le passé, acheter des monnaies ou devises étrangères et en effectuer l'envoi à l'étranger en vue d'alimenter leurs comptes-courants chez leurs correspondants, sous la réserve toutefois que la contrevaleur desdits achats et envois soit, dans un délai raisonnable, remise à la disposition du Marché Français et sans qu'en aucun cas, elle puisse servir à une opération prohibée par l'article 1^{er} N° 1 de la loi du 3 avril 1918.

Les opérations d'arbitrage ont d'ailleurs fait l'objet, en octobre 1918, d'une lettre-circulaire de la Commission des Changes. Cette circulaire précisait aux Banques que la circulaire du 31 juillet 1917 qui invitait l'industrie bancaire à subordonner toutes ses opérations de change à l'intérêt national, ne devait pas être interprétée comme interdisant les opérations d'arbitrage qui tendent à assurer au marché des moyens de change souvent difficiles à obtenir directement. La circulaire déclarait désirable que le marché de Paris ait un mouvement d'opérations correspondant à son importance traditionnelle, dans les limites faciles à reconnaître qui résultaient des conditions spéciales produites par la Guerre et qu'un examen de la nature des affaires proposées permettait de ne pas dépasser. Si les Banques devaient renoncer à toute opération de pure spéculation, il n'y avait pas lieu pour elles, précisait la circulaire, de s'abstenir des arbitrages avec les places neutres, qui auraient pour but de faire face à l'insuffisance des devises neutres, la cession à l'étranger de certaines devises neutres moins recherchées afin d'obtenir d'autres devises neutres plus demandées, ne pouvant, en effet, qu'avoir une répercussion favorable sur le marché des changes, en tendant à égaliser les cours.

En ce qui concerne les opérations de change qu'elles traitent entre elles, les Banques tenant le Répertoire

n'ont pas à se produire réciproquement de justifications. C'est à la Banque qui a engagé l'opération sur les instructions directes du donneur d'ordre qu'il incombe d'exiger de ce dernier les déclarations prescrites. Les autres Banques qui concourent à l'opération, sont couvertes du fait que l'ordre émane d'une Banque tenant Répertoire (Instruction du 15 juin 1918).

Quant aux opérations à terme, il résulte des nombreuses circulaires interdisant de faire des avances en francs à des Maisons résidant à l'étranger, qu'une Maison de Paris n'est pas en droit d'emprunter des monnaies étrangères à un correspondant étranger, cet emprunt ayant pour contrevaieur, un prêt de francs à ce correspondant (1). Ce principe ne doit pas cependant s'appliquer en cas de couverture d'une affaire commerciale, car il peut être plus avantageux, en raison de l'état des marchés, de dénouer une opération à terme à l'étranger plutôt qu'à Paris.

(1) Les mots emprunts et prêt sont pris dans leur acception cambiste et non pas dans le sens que leur donne la terminologie juridique.

CHAPITRE VI

LE DROIT DE TIMBRE SUR LES OPÉRATIONS DE CHANGE

Les opérations de change ont été soumises par la Loi de Finances du 13 juillet 1925, à une taxe présentant le caractère d'un léger droit de statistique.

Principaux textes en vigueur

Les principaux textes en vigueur sont les suivants :

- Articles 74 et 75 de la loi du 13 juillet 1925.
- Décret du 25 janvier 1926 (*J. O.* du 26 janvier) relatif aux modalités d'application des articles 74 et 75.
- Instruction n° 3.886 du 10 février 1926 de l'Administration de l'Enregistrement, relative à l'impôt sur les opérations de change.
- Loi du 4 avril 1926 portant création de nouvelles ressources fiscales, dont l'article 41 majore le tarif fixé par la loi du 13 juillet 1925.

Tarif de l'impôt

L'article 74 de la loi du 13 juillet 1925 a soumis les opérations de change visées à l'article 1^{er} de la loi du 1^{er} août 1917, à un droit de timbre dont la quotité a été fixée à 0,10 par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs du montant de l'opération.

La quotité de ce droit de timbre a été élevée à 0,25 par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs, par l'article 41 de la loi du 4 avril 1926. Ce nouveau texte s'est borné à majorer le tarif applicable, sans apporter de modification aux éléments de taxation.

Opérations passibles de l'impôt — Règles générales

L'article 3, premier alinéa, du décret du 25 janvier 1926 précise que les opérations assujetties à l'impôt sont les opérations d'achat et de vente de change contre francs réalisées en France et inscrites au répertoire général (1^{re} et 2^e partie - 1^{re} catégorie).

Il ressort de ce texte qu'une opération, pour être taxée, doit réunir trois conditions (Instruction du 10 février 1926, n^{os} 13 à 18) :

1° Constituer un achat ou une vente contre francs de monnaies ou devises étrangères ou de valeurs libellées en monnaie étrangère.

Il en résulte que les opérations d'usage qui consistent en l'échange d'une monnaie étrangère directement contre une autre monnaie étrangère ne doivent pas être soumises à la taxe. Comme leur inscription à la première catégorie se fait par vente et achat, il est par suite indispensable de signaler dans la colonne « observations » la monnaie qui forme la contrepartie de l'opération.

2° Etre réalisée en France.

Cette condition se trouve remplie, sans aucun doute possible, quand le contrat est conclu en France ou quand il est exécuté par la livraison de devises en France. Par contre, il est délicat de déterminer où se trouvent réalisées les nombreuses opérations traitées par téléphone avec les places étrangères et réglées par des versements par courrier ou par télégraphe. L'instruction du 10 février 1926 décide, dans ce cas, qu'il y a lieu de considérer comme réalisée à l'étranger, toute opération traitée avec une contrepartie résidant à l'étranger.

3° Etre intervenue entre deux personnes dont l'une seule est assujettie à la tenue du répertoire.

Les opérations conclues entre assujettis qui sont inscrites à la deuxième catégorie du répertoire sont ainsi exemptes de l'impôt. En effet, les opérations faites entre intermédiaires ont pour objet l'exécution d'ordres ini-

tiaux émanant de la clientèle à qui la taxation de ces opérations ferait supporter, en fin de compte, un impôt multiple. Toutefois, afin de ne pas immuniser les opérations effectuées pour leurs propres besoins par les personnes tenant le répertoire, l'article 3 leur prescrit d'inscrire ces opérations à la première catégorie et non plus à la deuxième ; l'impôt se trouve ainsi rendu exigible dans le cas où l'opération est réalisée en France (1).

Il y a lieu de remarquer que la taxe n'est pas prélevée sur :

— Les opérations inscrites à la première catégorie, en exécution des prescriptions de la circulaire ministérielle du 15 novembre 1925, relative à l'application de l'article 21 de la loi du 13 juillet 1925 (inscription sous rubrique spéciale des coupons encaissés par la Banque détenant des titres étrangers rapatriés fictivement).

— Les opérations inscrites à la troisième partie du répertoire qui ne constituent d'ailleurs qu'exceptionnellement des opérations de change et qui, dans ce cas, doivent également être portées à la première ou deuxième partie, ce qui les rend passibles de l'impôt.

— Les opérations entre non assujettis dont l'importance devrait être très faible, puisqu'il ne doit s'agir que d'opérations isolées, n'excédant pas 1.000 francs.

— Les inscriptions à un compte-monnaie d'un crédit (remise de coupons, titres remboursables, effets, chèques, virements en monnaie étrangère) ou d'un débit (disposition par virement ou tirage en monnaie étrangère) lorsque ces opérations n'ont pas donné lieu à un achat

(1) En est-il de même quand l'opération a été ou est réputée réalisée à l'étranger ? L'Instruction l'affirme, mais cette prétention ne semble pas fondée, puisque la deuxième condition d'exigibilité de l'impôt n'est pas remplie. L'Instruction paraît considérer qu'un assujetti qui achète à l'étranger des devises pour les besoins de son commerce, est censé se les revendre à lui-même et que cette revente a lieu en France. Ce raisonnement repose ainsi que sur une fiction de vente à soi-même qui permet, si on l'admet, d'étendre le champ d'application du Décret. Cependant, il semble bien que l'existence juridique d'une semblable « revente » est des plus contestables.

ou à une vente de change, bien qu'elles figurent au répertoire sous rubrique spéciale.

Règles spéciales aux opérations à terme

L'article 3 du décret du 25 janvier 1926 renouvelle aux personnes tenant le Répertoire, la prescription de reporter du répertoire spécial au répertoire général, à la date de la livraison, dans la même forme que les opérations au comptant et pour leur montant intégral, tous les achats et ventes traités « livraison » sans exception d'aucune sorte.

L'instruction du 10 février 1926 n° 19 précise qu'il faut entendre par date de la livraison, la livraison définitive qui clôt l'opération. Il en résulte deux conséquences importantes :

1° L'impôt n'est dû qu'au moment de l'exécution du contrat ; mais la conclusion du marché reste, malgré ce délai, le fait générateur de l'impôt et les événements postérieurs n'ont pas d'influence sur son exigibilité. Par suite, deux opérations à terme qui seraient compensées demeurerait chacune passibles de l'impôt et une opération annulée doit également être taxée.

2° Les reports successifs d'une opération à terme sont exempts d'impôt ; mais pour qu'il en soit ainsi, il faut que le report ne constitue pas une opération nouvelle, qu'il intervienne entre les deux parties qui ont conclu l'opération originale et que les modifications du contrat primitif ne portent que sur la date d'échéance et le taux.

Règles spéciales aux coupons et titres amortis

L'instruction du 10 février 1926 (art. 21) modifie les prescriptions de l'instruction du 27 septembre 1917 relative à la tenue du répertoire, en ce qui concerne les coupons et les titres amortis.

En premier lieu, aux termes de l'instruction de 1917, ces transactions ne sont inscrites que pour ordre sur

les répertoires des intermédiaires successifs. Ces inscriptions ne mentionnent que le nom de la personne qui a fait l'opération et la valeur globale des coupons ou titres. Seule, la Banque qui les négocie ou les encaisse à l'étranger, les inscrit par nature de monnaies à son répertoire.

L'instruction de 1926 déclare cette réglementation sans influence sur la perception de l'impôt qui est dû par toute Banque qui achète ou vend des coupons à un non-assujetti.

En second lieu, l'instruction de 1917 avait autorisé les succursales et agences des Etablissements de crédit qui ne cèdent jamais de titres ou de coupons à d'autres Maisons que leur Siège Central, à mentionner ces titres et coupons sur leur répertoire sans indication de montant et à les considérer comme pris à l'encaissement ou achetés pour compte du siège central qui les inscrit sur son répertoire par succursale et catégorie de monnaie.

L'instruction de 1926 prescrit aux agences et succursales d'acquitter elles-mêmes l'impôt sur les coupons qu'elles auront achetés ou encaissés et par suite d'inscrire le montant en francs sur leur répertoire, sauf à faire ressortir que ces inscriptions sont récapitulées sur le répertoire du siège central, afin d'éviter qu'elles soient comprises deux fois sur les relevés adressés au Comité de Contrôle.

Liquidation de l'impôt

L'article 3 du décret du 25 janvier 1926 prescrit aux personnes astreintes à la tenue du Répertoire de compléter la première catégorie des première et deuxième parties, par une colonne *Droits perçus* et par une colonne *Observations*. La colonne *Droits perçus* doit recevoir l'inscription du montant de l'impôt afférent à chaque opération ou le total des droits afférents aux opérations qui peuvent être groupées. Pour ces dernières, il y a lieu d'indiquer dans la colonne *Observations* le nom-

bre d'opérations excédant 1.000 francs et le nombre d'opérations n'excédant pas ce chiffre (article 4).

Les assujettis doivent, en outre, aux termes du même article 4, pouvoir représenter des documents permettant de justifier le calcul de l'impôt. En employant un terme aussi large que celui de documents, les rédacteurs du décret ont entendu désigner les pièces ou écrits de toute sorte en usage dans les Banques pourvu qu'ils soient tenus avec une clarté suffisante (Instruction du 10 février 1926, N° 26).

L'impôt est dû à raison de 0 fr. 25 par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs de chaque opération. La taxe est ainsi liquidée sur le montant de l'opération en francs, calculé sur le cours décompté au client, sans déduction soit de frais de commission ou autres, soit de l'escompte d'un effet de commerce (Art. 5 du décret du 25 janvier 1926). L'instruction du 10 février 1926 (n° 23) précise en outre qu'il n'y a pas lieu non plus de tenir compte du montant de l'impôt sur le revenu retenu sur les coupons.

Par analogie avec ce qui a été décidé en matière d'opérations de bourse, l'instruction du 10 février 1926 (n° 22) autorise à liquider l'impôt sur le montant total de l'opération lorsque l'achat ou la vente de devises diverses ou de même nature, à des cours différents ou non, est fait le même jour par un même intermédiaire à la même personne en vertu d'un ordre unique. Mais lorsqu'un intermédiaire touche chez un assujetti des coupons qu'il a simplement reçu de ses clients à l'encaissement, il y a lieu de considérer isolément, pour le calcul de l'impôt, l'opération de chaque client et le premier intermédiaire doit fournir au second un bordereau contenant les éléments du calcul.

Versement de l'impôt

L'impôt retenu pour chaque quinzaine doit être versé au Bureau de l'Enregistrement où a été souscrite la

déclaration d'existence. La perception s'effectue au vu d'états établis les 5 et 20 de chaque mois. Ces états sont certifiés par le débiteur et comprennent le total des droits perçus sur les opérations inscrites entre ces deux dates sans indication du détail des opérations (articles 6 et 7 du décret du 25 janvier 1926).

Les états sont ainsi établis aux mêmes dates que les copies et extraits destinés au Comité de Contrôle. Ils sont produits à l'Administration de l'Enregistrement entre le 5 et le 10 pour la période du 5 au 20 du mois précédent et entre le 20 et le 25 pour la période du 20 du mois précédent au 5 du mois courant. Si le répertoire ne contient aucune opération taxable depuis l'établissement du dernier état, il est déposé des états négatifs (article 8 du décret du 25 janvier 1926).

Dans le cas où les assujettis font usage de plusieurs volumes de répertoire, les états doivent indiquer successivement le total des droits afférents à chaque registre (article 10 du décret).

Les agences ou succursales d'un Etablissement sont astreintes aux mêmes obligations que le Siège Central en ce qui concerne la tenue du répertoire et le dépôt des états. Cependant, les assujettis qui en font la demande peuvent être autorisés à centraliser sur le répertoire de certains de leurs Sièges, les opérations de certaines agences ou succursales ; dans ce cas, les droits afférents aux opérations de ces agences ou succursales sont compris dans les états déposés par les Sièges centralisateurs (article 9 du décret).

Droit de communication

L'article 11 du décret soumet les assujettis au droit de communication des fonctionnaires de l'Enregistrement dans les conditions prévues par les articles 22 de la loi du 23 août 1871 et 7 de la loi du 21 juin 1875 (1). Ce

(1) L'article 22 de la Loi du 23 août 1871 et l'article 7 de la Loi du 21 juin 1875 astreignent les Sociétés ainsi que tous les autres assujettis aux vérifications des agents de l'Enregistre-

droit s'applique ainsi non seulement au Répertoire et aux documents concernant les opérations groupées, mais à tous les livres et pièces de comptabilité. Il peut s'exercer dans toutes les agences et succursales sans distinction, qu'elles tiennent ou non le Répertoire. Enfin, il peut être utilisé pour la vérification de tous les impôts recouvrés par l'Administration.

Le refus de communication doit être constaté par un procès-verbal.

Les Répertoires et toutes les pièces soumises au droit de communication doivent être conservés pendant cinq ans (article 12 du décret).

Pénalités

L'article 75 de la loi du 13 juillet 1925 réprime les infractions aux dispositions de l'article 74 et du décret déterminant les conditions d'application de cet article d'une amende de 100 à 5.000 francs en principal, soit de 180 à 9.000 francs, décimes compris.

Cette pénalité constitue une amende fiscale, indépendante des amendes correctionnelles encourues pour infraction aux lois sur l'exportation des capitaux avec lesquelles elles peuvent se cumuler (Instruction du 10 février 1926, n° 32).

A défaut de disposition contraire, la taxe ne peut se prescrire que par trente ans, mais les pénalités sont soumises à la prescription biennale établie par l'article 14 de la loi du 16 juin 1824 pour les amendes de con-

ment à communiquer aux agents de cette Administration, tant au Siège social que dans les Succursales et Agences, les polices, livres, registres, titres, pièces de recette, de dépense et de comptabilité, afin que ces Agents puissent s'assurer de l'exécution des Lois sur l'Enregistrement et le Timbre.

Le refus de communication est constaté par procès-verbal et est puni, par l'article 5 de la Loi du 17 avril 1906, d'une amende de 1.000 à 10.000 francs en principal. En plus de cette amende, les assujettis doivent être condamnés à représenter les documents non communiqués sous une astreinte de 100 francs minimum par jour de retard.

travention aux lois sur le timbre (même instruction n° 33).

Date de l'application de la taxe

L'instruction du 10 février 1926 (n° 39) infère du défaut d'indication contraire dans la loi ou le décret, que l'impôt est applicable à toutes les opérations passibles de la taxe conclues depuis la mise en vigueur de la loi du 13 juillet 1925. Elle précise que les premiers états réguliers seront déposés du 20 au 25 février pour la quinzaine du 20 janvier au 5 février. Quant aux opérations antérieures au 20 janvier, elle décide que les assujettis devront verser des acomptes en attendant que soit effectué le travail de revision permettant de régler définitivement les droits arriérés.

Il semble difficile de justifier la prétention de l'Administration de considérer comme rétroactif le décret du 25 janvier 1926. Les intermédiaires n'ont pas à supporter une taxe qu'ils sont uniquement chargés de percevoir pour le compte du Trésor et comme il leur était impossible, avant que le décret ne fût pris, de connaître les éléments taxables ni même de supposer qu'ils auraient à prendre en charge le droit de timbre nouvellement institué, il ne paraît pas équitable d'exiger d'eux, pour les opérations conclues antérieurement au décret, le versement d'un impôt qu'ils ne peuvent pratiquement pas récupérer sur ses véritables débiteurs.

Colonies

Un décret en date du 13 décembre 1926 a homologué une décision de l'Assemblée plénière des Délégations financières algériennes, en date du 10 juin 1926, étendant à l'Algérie les dispositions de l'article 74 de la loi du 13 juillet 1925. Les modalités d'application du droit de timbre sur les opérations de change ont été réglées pour l'Algérie par le décret du 14 décembre 1926 qui contient des dispositions analogues à celles du décret du 25 janvier 1926.

Application pratique

Le décret du 25 janvier 1926 ayant fait du Répertoire des Opérations de Change, la base de perception de l'impôt, c'est au Service chargé de centraliser tous les répertoires particuliers d'une Maison de Banque qu'il revient d'établir les états prescrits par le décret et d'acquitter la taxe.

D'un autre côté, la récupération des droits ainsi pris en charge se fait au moment de l'établissement des décomptes adressés aux donneurs d'ordres par les Services de clientèle ou par les Agences.

Dans ces conditions, le Service des Changes n'a pas à se préoccuper de la collection de l'impôt, sauf dans le cas exceptionnel où il travaille directement avec certains clients, par suite d'accords spéciaux.

Dans ce cas, il lui faudra majorer la marge qu'il se réserve du montant du droit de timbre (1). Quant aux affaires qu'il traite avec des Maisons de Banque établies en France ou à l'Etranger, ces opérations sont exemptes de toute imposition, soit que la contrepartie tienne répertoire, soit que la transaction soit réputée réalisée hors de France.

(1) Un impôt de 0 fr. 25 0/00 ressort à 3 c. 3/4 par Livre sterling quand la Livre sterling vaut 150 francs et à 3/4 c. par dollar quand le dollar vaut 30 francs.

CHAPITRE VII

LES RÈGLES DE VIENNE, 1926

En période de papiers-monnaie, la détermination de la monnaie de paiement dans les contrats ne va pas sans soulever de continuelles difficultés.

Ces contestations naissent principalement à l'occasion d'engagements internationaux. Il est souvent délicat d'établir quelle était la monnaie que les parties avaient en vue au moment de la conclusion du contrat, notamment lorsqu'il s'agit d'une monnaie dont l'appellation est commune à plusieurs pays. Dans la majorité des cas, en effet, les clauses du contrat restent muettes sur ce point, les parties n'ayant pas prévu qu'une difficulté surgirait ultérieurement à ce sujet. Il appartient alors aux juridictions de dire quelle a été l'intention présumée des parties contractantes.

En France, la Jurisprudence a posé en principe que, dans les cas douteux, le lieu de paiement détermine la monnaie du paiement. Cette règle a été proclamée si souvent par le Tribunal de première instance de la Seine et la Cour d'appel de Paris qu'elle ne se discute même plus (1). Les débats judiciaires portent presque unique-

(1) Voir notamment : affaire des obligations 3 % 1890, 3,40 % 1896 et 3,40 % différé du Crédit Foncier Franco-Canadien. Jugement du Tribunal de 1^{re} instance de la Seine du 14 novembre 1923 (*Rec. Gaz. Trib.* 1924.2.86) et Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 17 juillet 1925 (*Gaz. Trib.* 27 août 1925).

Affaire des obligations 4 % et 5 % de la même Société. Jugement du Tribunal de 1^{re} instance de la Seine du 30 décembre 1925 (*Gaz. Trib.* 21 janvier 1926).

ment sur le point de savoir si, tout au moins implicitement, les parties n'ont pas entendu écarter la règle du lieu de paiement ou si le débiteur, en reconnaissant à son créancier le droit d'obtenir paiement en plusieurs lieux, lui a conféré une option de change ou simplement une option de place. Il va de soi que la plupart des contrats conclus depuis ces dernières années s'expliquent fort nettement sur la nature de la monnaie de paiement (1).

En matière d'engagements internationaux, il s'est constitué sur ce point une coutume qui, dans le courant de l'année 1926, a paru suffisamment précise pour pouvoir être rédigée.

La Conférence de Vienne de l'Association Internationale de Droit a, en effet, adopté le 10 août 1926 six règles de change destinées à être incorporées dans les contrats maritimes ou commerciaux conclus entre nationaux de différents pays. Suivant l'usage communément suivi pour les Règles d'York et d'Anvers, il suffira d'insérer une clause de référence dans le texte du contrat (2).

(1) La tendance naturelle des parties d'assurer la stabilité de leurs engagements, les incite à stipuler des paiements, soit en or ou en espèces métalliques, soit en monnaies étrangères appréciées, soit en monnaie fiduciaire française sur la base de l'or ou d'une monnaie étrangère ou selon un index économique, soit en coupons de la rente 4 % 1925 avec garantie de change, soit enfin en marchandises.

Une circulaire récente du Ministre de la Justice (*Gazette du Palais*, 24 septembre 1926), a prescrit aux Parquets une vigilance particulière, afin d'éviter que l'usage de ces clauses ne permette aux contractants d'éluder l'usage de la monnaie légale et de dénier la pleine valeur libératoire du billet de la Banque de France. Cependant, le Ministre fait ressortir la distinction qu'il convient d'établir entre les transactions devant s'accomplir en France et conclues entre Français et les transactions concernant les relations internationales ; pour ces dernières, les prescriptions d'ordre public relatives au cours légal et au cours forcé, doivent céder et laisser libre cours aux conventions des parties, la jurisprudence ayant toutefois à préciser ce qu'il faut entendre par relations internationales.

(2) Voir *Gazette des Tribunaux* du 8-9 septembre 1926.

L'examen de la question des Règles de change avait été entrepris dès novembre 1924 par la branche française de l'Association dont la commission des changes avait élaboré un projet. Ce projet était basé sur l'idée directrice qu'une somme doit être payée dans la monnaie où elle a été stipulée et qu'à défaut de paiement en cette monnaie, le débiteur doit s'acquitter par un montant de sa monnaie nationale équivalant au cours du jour du paiement effectif à la somme due en monnaie étrangère. L'assemblée générale de la branche française avait accepté le 8 juillet 1925 le projet que lui présentait sa commission des changes et pris la résolution d'en poursuivre l'adoption par l'Association Internationale.

Entre temps, le Comité exécutif de l'Association qui siège à Londres, avait été saisi de la question par la branche française et avait procédé à la nomination d'une Commission Internationale du Change (Rate of Exchange Committee). Le projet qui sortit des délibérations de la Commission Internationale était conçu dans un tout autre esprit que le projet français; il posait en principe que tout contrat stipulé dans une monnaie déterminée serait réputé conclu sur une base or et que le montant à payer à l'échéance devrait être équivalant à la valeur or ainsi fixée lors de la conclusion du contrat.

La Conférence de Vienne se réunit le 5 août 1926 et se trouva saisie de deux projets nettement différents dont l'un, le projet français, avait été accepté avec quelques modifications par les branches allemande et hollandaise au cours d'une réunion tenue à Anvers quelques jours auparavant.

A la Section Maritime et Commerciale de la Conférence, qui avait reçu la mission d'examiner la question des règles de change, la discussion porta sur trois points principaux :

1° De quel jour y aura-t-il lieu d'appliquer le change lorsque le débiteur s'acquittera en sa monnaie nationale

et non en la monnaie du Contrat? — La question se pose notamment lorsque le créancier poursuit le paiement devant les Tribunaux d'un pays tel que l'Angleterre ou les Etats-Unis où il n'est pas admis qu'une condamnation puisse être prononcée autrement qu'en monnaie nationale. Il est bien évident qu'on arrivera à des solutions très différentes suivant que l'on adoptera, pour effectuer la conversion, le change du jour du contrat, celui du jour de l'échéance, celui du jour du jugement ou celui du jour du paiement effectif.

2° Dans l'hypothèse où le change à appliquer serait celui du paiement effectif (solution française), ne conviendrait-il pas d'attribuer des dommages-intérêts au créancier si la monnaie du contrat s'est dépréciée entre le jour de l'échéance et celui du paiement effectif? (suggestion hollandaise).

3° Tous les règlements d'avarie commune ne devraient-ils pas être établis en une monnaie qui soit au pair afin d'éviter les complications infinies que comporte l'établissement d'un règlement d'avarie en monnaie fluctuante lorsque certaines dépenses ont été faites en une autre monnaie ?

Après discussion, la Section adopta sur la proposition de son Comité de rédaction un projet de règles générales qui reproduisait le projet d'Anvers avec quelques modifications de détail .

En matière d'avaries communes, la Section adopta un projet transactionnel entre les thèses française et anglaise qui avait été mis au point par le Comité de Rédaction.

Enfin, elle adopta une dernière disposition relative au titre des Règles et à leur incorporation dans les contrats par voie de référence.

L'ensemble des Règles fut voté à l'unanimité le mardi 10 août au cours de la séance finale de la Section. Le texte de ces Règles est le suivant :

SECTION I

RÈGLES GÉNÉRALES

Règle 1

Tout paiement doit être effectué dans la monnaie mentionnée au contrat, même si le paiement est fait dans un Pays autre que celui où la monnaie du contrat a cours légal.

Règle 2

Lorsqu'il est impossible d'appliquer la Règle 1, le débiteur doit payer l'équivalent en la monnaie du lieu où le paiement est fait au cours du jour du paiement effectif.

Règle 3

Si, par la faute du débiteur, le paiement n'a pas lieu à l'échéance, celui-ci devra, sans préjudice des intérêts moratoires, payer au créancier, à titre de dommages-intérêts, une somme équivalant à la dépréciation de la monnaie du contrat par rapport à une base-or depuis le jour de l'échéance.

Cette Règle s'applique en faveur du débiteur si, par la faute du créancier, le paiement n'a pas lieu à l'échéance.

Règle 4

Dans les cas où il est prescrit par ces Règles de se référer au change d'un jour ou d'un lieu, si, ce jour ou en ce lieu, il n'y a pas de cotation, on se conformera, pour le déterminer, aux usages du commerce.

SECTION II

RÈGLE D'AVARIES COMMUNES

Règle 5

Les règlements d'avaries communes, lorsque différentes monnaies sont en jeu, sont établis en monnaie valeur-or.

Doit être considérée comme monnaie valeur-or, au point de vue de cette section, celle dont le cours s'est maintenu à parité avec l'or depuis la date des sacrifices et dépenses respectifs en avaries communes.

a) *Les valeurs contributives sont calculées au cours des dates respectives auxquelles elles doivent être déterminées.*

b) *Les sacrifices à admettre en avaries communes sont calculés au cours des dates respectives auxquelles ils doivent être déterminés.*

c) *Les dépenses sont calculées au cours des dates où elles ont été effectuées par l'armateur ou celui qui en demande l'admission en avarie commune.*

d) *Les produits de la vente de la cargaison réalisée au cours du voyage ou vendue comme ayant perdu son identité, sont calculés en monnaie valeur-or au cours du jour où ils sont reçus par les armateurs ou les propriétaires de la cargaison.*

e) *Les contributions provisoires et les avances sont immédiatement converties en une monnaie valeur-or.*

f) *Les sommes mises au crédit ou au débit des divers intéressés en monnaie valeur-or par le règlement d'avaries communes doivent être réglées, si elles le sont en une autre monnaie, au change du jour et du lieu de leur paiement effectif.*

SECTION III

TITRE DES RÈGLES

Règle 6

Ces règles peuvent être citées sous le nom de « Règles de Vienne, 1926 » et s'appliqueront quand elles seront incorporées au contrat par voie de référence.

Lors de l'assemblée plénière tenue le 11 août 1926 pour terminer les travaux de la Conférence de Vienne, la Section Maritime et Commerciale proposa la motion suivante qui fut votée à l'unanimité :

« La Conférence de Vienne décide que les Règles de Vienne, 1926, sont adoptées pour être soumises aux divers intéressés commerciaux et maritimes et être examinées par eux et, s'ils les approuvent, pour être recommandées en vue de leur incorporation volontaire dans les contrats commerciaux et maritimes. »

CONCLUSIONS

I

Le Marché des changes doit son individualité propre à un certain nombre de traits caractéristiques qui le distinguent nettement des autres Marchés.

Si l'on accepte la Jurisprudence de Paris qui décide que l'expression *marchandise* « embrasse toutes les choses qui se vendent et s'achètent » (1), les montants de monnaie que l'on négocie sur le Marché des changes rentrent bien dans la définition des marchandises. Dans l'usage courant, on qualifie d'ailleurs volontiers de *marchandises* les différentes monnaies sur lesquelles on opère. Il n'en est pas moins vrai cependant que les montants de monnaies négociés sur le Marché constituent des marchandises d'un caractère spécial.

D'une part, cette marchandise est négociée le plus souvent sous une forme immatérielle. Dans la très grande généralité des cas, en effet, et notamment dans les relations entre les Banques, le règlement des opérations de change ne s'effectue plus, depuis ces dernières années, par la livraison à l'acheteur de papier de commerce et

(1) Arrêt de la Cour d'appel de Paris du 30 mai 1921 (Sirey, 1921.II.89). Cet arrêt a soumis des monnaies étrangères, en l'espèce des Roubles-papier, aux prescriptions de la loi du 6 mai 1916 qui donnait au Gouvernement, pendant la durée des hostilités, le droit de prohiber l'entrée de marchandises étrangères par Décrets rendus en Conseil des Ministres. Au surplus, l'Administration des Douanes a toujours considéré les billets des Banques étrangères comme des marchandises. Pour la mise à exécution de la loi du 29 mars 1910, elle les assimile aux livres écrits en langues étrangères ou en langues mortes et leur applique le n° 466 bis du tarif annexé à cette loi.

principalement de chèques. Le vendeur s'engage seulement à faire reconnaître l'acheteur chez le correspondant de ce dernier. Le montant négocié est ainsi transmis sans aucun acte d'appropriation de la part de l'acheteur et le règlement de l'opération de change s'obtient au moyen d'écritures en comptes.

Les contractants font ainsi confiance à leur bonne foi réciproque. Ce mode de procéder justifie le soin apporté par les Maisons sérieuses dans le choix de leurs contreparties; il explique notamment que, sans intention blessante, une Maison s'abstienne de traiter avec une autre pour la simple raison qu'elle ne la connaît pas suffisamment.

D'autre part, la monnaie qui sert de commune mesure aux autres marchandises, constitue une marchandise intermédiaire par excellence. L'opération de change se greffe ainsi sur d'autres opérations d'ordre commercial ou industriel; matérialisée ou non par du papier, elle a pour objet de négocier les créances de l'Etranger ou sur l'Etranger et, quel que puisse être le nombre d'intermédiaires, elle fait passer les montants de monnaie étrangère des mains des créanciers de l'Etranger dans celles des débiteurs de l'Etranger.

Il est d'ailleurs indiscutable que le rôle des intermédiaires est considérable.

Il n'est évidemment pas impossible qu'une opération de change soit traitée directement entre un créancier et un débiteur de l'Etranger. Ce cas n'en est pas moins exceptionnel. Le plus souvent, les créanciers et les débiteurs de l'Etranger confient à leurs banquiers respectifs, les uns, des ordres de vente, les autres, des ordres d'achat.

Dès lors, il y a entremise. Cette entremise est réduite au minimum lorsque le vendeur et l'acheteur s'adressent au même banquier et que ce dernier peut exécuter par compensation les ordres inverses qu'il a reçus. Par contre, lorsque le banquier ne pouvant effectuer la com-

pensation de tous les ordres qui lui sont parvenus, cherche des contreparties sur le marché, un même montant de monnaie étrangère peut passer par un grand nombre de mains intermédiaires entre celles du créancier de l'étranger et celles du débiteur de l'étranger.

Sur le marché, en effet, les Banques qui, en négociant des montants de monnaies étrangères, s'assurent réciproquement les contreparties désirées, opèrent soit pour exécuter les ordres de leur clientèle, soit pour faire des arbitrages, soit pour prendre position. Il va de soi que le motif qui les inspire ne transparait pas et que rien ne le révèle à la contrepartie, le mécanisme de l'opération étant identique dans tous les cas.

Dans la première hypothèse, la négociation effectuée sur le marché a évidemment pour but soit de fournir à un importateur les moyens de change nécessaires, soit de réaliser les avoirs en devises détenus par un exportateur. Dans un cas comme dans l'autre, la Banque qui a traité l'opération n'a plus qu'à en faire l'application à son client.

Dans les deux autres hypothèses, au contraire, la Banque doit se préoccuper de se couvrir. Elle le fera en dénouant l'affaire, soit immédiatement s'il s'agit d'un arbitrage, soit ultérieurement s'il s'agit d'une spéculation. Il y a d'ailleurs lieu de remarquer que, précisément parce qu'elles doivent être défaites, l'opération d'arbitrage et l'opération de spéculation constituent de simples opérations intermédiaires. S'il était possible de suivre l'enchaînement des affaires, on constaterait qu'elles relient l'une dans l'espace et l'autre dans le temps, deux opérations de clientèle, c'est-à-dire deux opérations à base commerciale ou industrielle.

Le fait est évident pour les opérations d'arbitrage qui permettent d'alimenter un marché dégarni en prélevant sur un autre marché, les ressources en devises surabondantes. Dans ce cas, une opération de change à base commerciale ou industrielle effectuée sur une place a

pour contrepartie définitive une opération de même nature effectuée sur une autre place.

En ce qui concerne les opérations de spéculation, le caractère intermédiaire de l'opération est tout aussi certain. En temps normal, les offres de change émanant de créanciers de l'Etranger s'équilibrent sensiblement avec les demandes formulées par les débiteurs de l'Etranger et les montants de monnaies étrangères réalisés par les premiers trouvent sans difficulté des acquéreurs en la personne des seconds. Les choses suivent ainsi un cours logique, des spéculations de grande envergure sont pratiquement peu intéressantes. Il en est différemment pour les Pays pauvres et les Pays appauvris qui souffrent d'une crise des changes, car les acheteurs de change se présentent sur le marché avant les vendeurs. S'il n'y a pas de spéculateurs pour prendre position et alimenter ainsi le marché, on ne voit pas de moyens d'enrayer la hausse des changes et d'éviter l'arrêt des affaires. Les crédits réguliers ou, à leur défaut, les crédits de spéculation permettent précisément aux débiteurs de l'Etranger d'effectuer leurs couvertures de change malgré le manque de créanciers de l'Etranger.

Les spéculateurs étrangers qui, tout en n'étant pas débiteurs d'un certain Pays, achètent des montants de la monnaie nationale de ce Pays, ont l'intention de les revendre avec bénéfice, soit à des habitants de ce Pays créanciers de l'Etranger, soit à des étrangers débiteurs du Pays considéré. Les uns et les autres leur restituent, en échange, la monnaie étrangère qu'ils ont avancée. A ce moment, se produit une opération de change à base commerciale ou industrielle qui met un terme aux transmissions spéculatives dont, entre temps, les montants de monnaie nationale ont pu être l'objet. Il est d'ailleurs indispensable que l'intervention du créancier de l'Etranger ou du débiteur étranger ne tarde pas indéfiniment ; autrement, le système des crédits de spéculation, comme d'ailleurs toute autre combinaison de crédit, se révélerait désastreuse pour la monnaie intéressée

dont la chute provisoirement enrayée reprendrait de plus belle. C'est ainsi que, sous peine de catastrophes financières, il est nécessaire qu'aux deux extrémités de la chaîne, on puisse retrouver la couverture de deux transactions avec l'Etranger, commerciales ou industrielles, de sens inverse l'une de l'autre.

Il résulte de cet état de choses que le marché des changes subit un certain nombre d'influences parmi lesquelles on peut mentionner celle des marchés de matières premières ou de produits, celle des autres marchés de change et celle des politiques financières des différents Etats.

Le marché des changes est, en effet, dans une certaine mesure, un marché accessoire dont la tenue est conditionnée par celle des marchés de matières premières ou de produits. Ces derniers sont, pour la plupart, indépendants les uns des autres, et il est exceptionnel que les réactions survenant sur le marché d'une matière ou d'un produit se répercutent sur celui des autres. Par contre, tous les mouvements de ces marchés ont des conséquences financières qui entraînent la hausse ou la baisse des monnaies étrangères et dont le marché des changes supporte le contrecoup. C'est ainsi, par exemple, qu'on a fréquemment l'occasion de constater l'action exercée sur le marché des changes par l'ouverture des campagnes d'achat d'une place importatrice telle que Le Havre.

Le marché des changes d'une place est également affecté par la tenue des autres marchés des changes, car les différents marchés de change réagissent continuellement les uns sur les autres. Les monnaies des grands Pays étant des marchandises internationales, trouvent des acquéreurs et des vendeurs sur toutes les places cambistes. Ces places sont, en Europe, suffisamment rapprochées pour pouvoir communiquer sans arrêt par téléphone et il ne peut se produire un mouvement sur

l'une d'elles sans que les autres en soient aussitôt impressionnées grâce au jeu des arbitrages. C'est ainsi, par exemple, que le lundi 15 mars 1926, la Livre sterling qui avait débuté à 133,45 sur le marché de Paris marqua une avance rapide à partir de dix heures pour attendre 135,92 en Bourse. Cette hausse était provoquée par la place de Bruxelles qui s'efforçait de défendre le Franc Belge lequel, après six mois de stabilité sur le cours de 107 par Livre sterling, tombait brutalement à 123 en une journée. Afin d'enrayer la hausse, les Banques Belges opéraient sur le marché de Paris une rafle de Livres sterling et de Dollars et, à cet effet, se défaisaient de tous les Francs Français dont elles disposaient.

L'éloignement de New-York qui ne lui permet pas encore de converser commodément avec l'Europe, n'empêche pas cette place d'exercer une influence primordiale sur la tenue des marchés de change du Vieux Continent. En raison du décalage horaire, New-York commence à travailler au moment où la journée se termine en France et en Grande-Bretagne. Cependant, la puissance financière des Américains est telle qu'on ne songe guère à leur résister et il est fréquent d'assister en fin d'après-midi au bouleversement du marché de Paris par suite de l'arrivée des premiers cours de New-York. De plus, on débute à Paris, le plus souvent, sur la base des cours de clôture de New-York et on ne sait jamais exactement en fin de journée sur quels cours on « se réveillera » le lendemain pour les différentes monnaies. Il existe de la sorte une continuité mondiale des affaires de change qui rend l'isolement d'une place pratiquement irréalisable.

Enfin, il est évident que le marché des changes se ressent automatiquement des modifications survenant dans la valeur des différentes monnaies et notamment dans celle de sa monnaie nationale. Les monnaies sont les marchandises propres à ce marché et sur tous les mar-

chés, quel qu'en soit l'objet, la qualité et la quantité des marchandises demandées ou offertes règlent, pour une part importante, l'allure générale des affaires. La tenue d'une monnaie dépendra ainsi dans une certaine mesure, de toute augmentation et de toute diminution de la circulation fiduciaire ou du chiffre des avances concédées à l'Etat par l'Institut d'émission. C'est ainsi qu'à la Bourse des changes de Paris, la distribution, au début de la séance du jeudi, du bilan hebdomadaire de la Banque de France provoque fréquemment des fluctuations des cours.

Suivant les circonstances, les diverses influences qui s'exercent sur le marché des changes, se neutralisent ou se renforcent. Dans le premier cas, la tenue du marché est calme et normale ; dans le second, on assiste à des poussées plus ou moins rapides et plus ou moins durables, soit dans un sens, soit dans l'autre ; mais, aussi longtemps qu'aucune tendance ne se dégage, le marché se montre nerveux et impressionnable ; quelquefois même, il est démonté et on assiste à des sautes de cours d'une brusquerie déconcertante.

II

Quelle que soit l'influence prédominante à un moment donné sur le marché des changes de Paris, les perturbations qu'a subies ce marché depuis la Guerre, s'expliquent principalement par l'insuffisance des ressources de change pour résorber à une cadence assez rapide le passif accumulé au cours et au lendemain de la Guerre et même parfois pour solder la balance quotidienne des engagements extérieurs.

Afin, tout au moins, de limiter les conséquences de cette déficience, les Pouvoirs Publics qui, pendant la Guerre, alimentaient le marché au moyen notamment de crédits extérieurs, se sont préoccupés d'assurer la

répartition des ressources de change au mieux des intérêts supérieurs du Pays. A cet effet, une réglementation des opérations de change fut établie en 1917 et en 1918 comme d'ailleurs dans la plupart des Etats. Cette réglementation a survécu à la Guerre et, à part un court retour en arrière de 1922 à 1924, elle est devenue de plus en plus restrictive. Toutefois, il y a lieu d'observer que les textes nombreux qui régissent les opérations de change ne présentent pas une cohérence complète entre eux. Ce défaut d'unité s'explique non pas par l'absence, chez les auteurs des Lois successives, d'une seule et même idée directrice, car tous ces textes tendent à prohiber les opérations de change démunies d'un fondement commercial, mais plutôt par la variation des situations auxquelles il a fallu remédier successivement.

En 1917, le Gouvernement a eu en vue d'assurer le recensement des ressources de change existantes et, en instituant le Répertoire des opérations de changes, il ne fit dépendre d'aucune autorisation supérieure le droit de le tenir.

En 1918, le Gouvernement entendit prohiber les opérations d'achat de change qui ne seraient pas justifiées par des motifs jugés suffisants. Aussi l'exportation des capitaux et, par voie de conséquence, l'importation des titres et valeurs mobilières furent-elles interdites en principe, sauf l'effet de quelques exceptions prévues par la Loi et des autorisations générales ou spéciales accordées par le Ministre des Finances.

En 1922, on crut pouvoir étendre le champ des exceptions afin d'encourager la reprise du commerce étranger de la France, mais les facilités nouvelles ne tardèrent pas à paraître dangereuses et, dès 1924, devant la hausse des changes, les Pouvoirs Publics revinrent à la politique de restrictions. Ils se préoccupèrent alors notamment d'obtenir le rapatriement rapide des capitaux provenant du prix de vente des marchandises exportées. De plus, les opérations à terme ayant pour résultat de prêter des Francs à des personnes résidant à l'Etranger furent sévèrement réglementées afin d'éviter de fournir

à ces dernières un moyen de spéculer contre la monnaie nationale. Enfin on supprima la liberté du commerce des changes auquel, depuis 1924, peuvent seuls s'adonner ceux qui ont obtenu l'autorisation du Ministre des Finances. Cette autorisation préalable est d'ailleurs essentiellement révocable.

En 1925, des préoccupations essentiellement fiscales se manifestèrent. D'une part, les opérations de change furent soumises à un impôt. D'autre part, les mesures prises alors dans le but d'assurer le rapatriement des capitaux tendent beaucoup plus à accroître le rendement des impôts sur les revenus qu'à obtenir l'équilibre de la balance des comptes.

L'application des dispositions légales relatives à la circulation des capitaux soulève des difficultés d'ordre pratique considérables. Il est certain qu'un grand nombre d'intéressés ne se rend pas compte de l'étendue exacte des prohibitions. Pour s'en convaincre, il suffit de se reporter aux critiques erronées formulées à la tribune des Chambres contre les Lois en vigueur chaque fois qu'on en discute la prorogation. Une autre source d'incertitudes vient des lacunes de la doctrine administrative sur les nombreux points qui n'ont pas été prévus par les instructions ministérielles et qui n'ont pas fait l'objet d'une décision spéciale du Ministre.

Les erreurs d'application qui se produisent peuvent entraîner des conséquences incalculables, les opérations de change conclues en violation des Lois en vigueur étant entachées de nullité d'ordre public. Dans ces conditions, il est imprudent pour un intermédiaire de ne pas exiger toutes les justifications requises, une contrepartie peu scrupuleuse pouvant obtenir en Justice l'annulation de ses contrats de change désavantageux en arguant de leur irrégularité.

Il n'est pas certain que l'efficacité de la réglementation des opérations de change en vigueur corresponde à la gêne considérable qu'elle apporte aux affaires.

La question de principe a été abordée par le Comité chargé par la Commission des Réparations d'évaluer les capitaux évadés d'Allemagne et de rechercher les moyens de faire rentrer ces capitaux (Comité Mac Kenna). Dans son Rapport, le Comité Mac Kenna s'est élevé nettement contre toute conception financière tendant à enrayer l'évasion des capitaux au moyen d'un contrôle des opérations de change. Le Comité a formulé ses critiques dans les termes suivants dont la portée générale permet de les appliquer, pour la plupart, à d'autres politiques financières que celle de l'Allemagne.

« D'une manière générale, l'évasion des capitaux, pour employer l'expression courante, a été provoquée en Allemagne, par les facteurs ordinaires de ce phénomène. L'évasion a été amenée avant tout par ce fait que le Gouvernement n'a pas mis son budget en équilibre, situation qui a fait naître, comme corollaire, la nécessité de contracter de gros emprunts et d'assurer les paiements par la création de papier-monnaie. L'évasion s'est alors développée sous l'action des spéculateurs et des capitalistes effrayés qui ont échangé leurs Marks contre des devises étrangères, pendant que les exportateurs de marchandises conservaient à l'Etranger tout ce qu'ils pouvaient y laisser du produit de leurs ventes. Toutefois, dans le cas particulier qui nous occupe, le phénomène ordinaire s'est trouvé fortement accentué par l'attitude qu'a prise le peuple allemand à l'égard des paiements que son Pays avait à faire à ses créanciers de guerre et il a été marqué par des moyens et des procédés nouveaux et ingénieux mis en œuvre pour éluder une législation restrictive et pour dissimuler les véritables propriétaires des soldes étrangers.

« L'insuccès des procédés tant anciens que nouveaux employés pour arrêter l'évasion des capitaux prouve que lorsqu'il y a une prime aussi forte à la réussite de l'évasion, la législation restrictive est en fin de compte inefficace. Aucune des dispositions de la Loi, aucune des sanctions rigoureuses prévues par elle, n'ont réussi, soit

à empêcher l'évasion des capitaux, soit à les faire découvrir dans leurs refuges à l'Etranger. Nous croyons que le résultat eût été le même que le Gouvernement eût ou non fait de son mieux pour appliquer les Lois et règlements.

« Nous estimons que le seul moyen d'empêcher les capitaux de sortir d'Allemagne et de les encourager à y rentrer est de supprimer la cause qui a provoqué leur exode. Il faut que l'inflation soit arrêtée d'une façon définitive. Si les émissions de monnaie sont strictement maintenues dans les limites réelles des besoins du Pays, déterminées sur la base d'une valeur stable, les Allemands possédant des capitaux à l'Etranger se sentiront assurés de ne subir aucune perte en les rapatriant, les spéculateurs ne pourront plus espérer faire des bénéfices en vendant des Mark. L'exemple de l'Autriche nous a déjà montré comment, lorsque la monnaie est à peu près stabilisée, les exigences du commerce extérieur tendent à ramener les soldes existant à l'Etranger. Les Lois restrictives qui se sont, en somme, montrées impuissantes à empêcher l'exportation des capitaux, deviennent superflues dès lors que disparaissent les raisons de les éluder. Les Lois qui prétendraient rendre obligatoire le retour de ces capitaux ne pourraient d'ailleurs que produire l'effet inverse de celui qu'on pourrait en attendre ».

On trouve une opinion identique dans les résolutions prises par la Conférence de Gênes, parmi lesquelles figure notamment l'affirmation suivante :

« Tout contrôle artificiel des opérations de change, que ce soit en exigeant des licences pour ces opérations ou en limitant les tarifs auxquels elles peuvent être effectuées ou en établissant une distinction entre les différents buts en vue desquels le change peut être exigé ou enfin en empêchant la liberté des opérations de change à terme, est vain et nuisible et devrait être aboli le plus tôt possible ».

En France, le Comité des Experts a suggéré l'octroi d'une nouvelle amnistie pour délit d'exportation de capitaux en faveur des personnes ou des sociétés résidant en France, propriétaires de devises étrangères, qui mettraient ces devises à la disposition de la Banque de France.

De plus, le Comité a conseillé l'unification et la simplification des textes, relatifs à l'application de la Loi du 3 avril 1918, dont, à son avis, le nombre est trop élevé.

En ce qui concerne l'abrogation de cette législation restrictive, le Comité estime qu'il sera sans doute possible de rendre aux capitaux la liberté complète de circulation lorsque la stabilité de fait de la monnaie nationale aura pu être réalisée (1).

Il semble que, sans entrer complètement dans les vues des Experts, le Gouvernement considère que la réglementation d'exception à laquelle sont soumises les opérations de change, doit disparaître le plus tôt possible, mais attend, pour en décréter la suppression, que les circonstances soient entièrement favorables afin que le retour à un régime de liberté ne se traduise pas par une exportation massive de capitaux (2). Il est d'ailleurs vraisemblable que l'abrogation totale de la législation en vigueur ne sera décidée qu'après que des mesures successives en auront progressivement atténué les dispositions.

(1) Rapport du Comité des Experts, pages 45 et 46.

(2) Au cours de la discussion à la Chambre de l'article 64 de la loi de Finances du 19 décembre 1926 maintenant en vigueur pour un an encore les lois concernant l'exportation des capitaux, M. Poincaré a précisé sa pensée dans les termes suivants :

« Le Gouvernement ne méconnaît pas que la législation qui date de 1918 et qui a été maintenue depuis lors par une série de lois subséquentes présente un certain nombre d'inconvénients pour le commerce... Il estime qu'il est prudent de laisser encore cette législation en vigueur et de conserver au gouvernement le droit d'y mettre fin lorsqu'il jugera vraiment l'occasion tout à fait favorable. » (Chambre, débats, 1^{re} séance du 9 décembre 1926, page 4205.)

III

L'ensemble des mesures restrictives établies par les Pouvoirs Publics n'ayant pas, à l'expérience, paru susceptibles d'assurer l'équitable répartition des disponibilités en devises, le commerce et l'industrie ont été amenés à chercher, par des procédés empiriques, le moyen de remédier pratiquement à l'incertitude des cours futurs des changes.

Dans ce but, a été organisé un marché à terme des changes qui, dans la pensée de beaucoup, devait mettre le commerce et l'industrie à l'abri des conséquences dommageables des changements de cours.

Le crédit commercial qui était disparu depuis le début des hostilités s'est progressivement rétabli au cours des années qui ont suivi la guerre, « à mesure que les situations individuelles se rétablissaient et que chacun pouvait mieux connaître la mentalité de ses clients et la valeur de leurs entreprises (1) ». La résurrection du crédit commercial a été en partie provoquée par les exigences de la concurrence qui oblige le vendeur à concéder à l'acheteur des délais de paiement, et elle s'est produite aussi bien dans le domaine des relations extérieures que dans celui des relations intérieures. Les Maisons qui travaillent avec l'Etranger sont ainsi exposées à subir des différences considérables provenant de la hausse ou de la baisse des changes pendant le délai de crédit concédé. Une cause continuelle de gain ou de perte absolument étrangère à la nature des affaires vient ainsi se greffer sur toutes les opérations d'importation ou d'exportation.

En temps normal, les bénéfices des négociants sont influencés par deux facteurs principaux. Ils résultent, en premier lieu, de ce qu'on peut appeler la connaissance

(1) Rapport du Conseil d'administration du Crédit Lyonnais à l'Assemblée générale des actionnaires de 1925.

des éléments naturels. Ces derniers présentent une importance primordiale. Il n'est pas indifférent, par exemple, que, suivant les années, la récolte du blé ou celle du coton soit bonne ou mauvaise. En second lieu, les résultats financiers d'une Maison dépendent de la manière plus ou moins habile dont elle est dirigée. Lorsqu'un chef d'entreprise se tient continuellement au courant des événements susceptibles de modifier les éléments naturels qui l'intéressent et que, de plus, il a su donner une organisation méthodique à ses affaires, il serait normal qu'il retire des bénéfices de son exploitation.

En fait, il n'en est pas nécessairement ainsi parce qu'il faut désormais tenir compte du facteur signalé ci-dessus et que les oscillations futures des changes constituent un élément défiant toutes prévisions. Au mois de mai 1925, on aurait eu de bonnes raisons de croire en France à une baisse du café, étant donnée l'abondance de la récolte. Cependant, en novembre, le café atteignait en France des prix fort élevés par suite de la hausse des changes, tandis que dans les Pays à monnaie stable, il était très bon marché. Il résulte de la situation présente que, de deux négociants, celui qui fera de bonnes affaires pourra être celui qui aura eu la main heureuse pour ses opérations de changes, quoiqu'il ne connaisse pas son métier, plutôt que celui qui possède bien son métier mais s'est couvert à contretemps. Il y a là un fait nuisible à la santé morale publique, car il bouleverse les chances rationnelles de succès en introduisant dans les affaires un élément spéculatif dépourvu de rapport avec les risques normaux inhérents à toute entreprise.

Les cours des matières dépendant ainsi partiellement de facteurs étrangers au métier, il devient très délicat, pour un négociant, d'établir des prévisions sérieuses. Importateurs et exportateurs se trouvent dans l'impossibilité de connaître à peu de choses près, comme avant la Guerre, la valeur à l'échéance de la monnaie étrangère qu'ils auront à verser ou à recevoir. S'ils entendent

écarter le risque de positions spéculatives sur le change, ils sont placés dans l'alternative soit de traiter comptant, ce qui est pratiquement irréalisable, soit d'assurer leur change. C'est pour leur en fournir le moyen que s'est constitué le marché à terme des changes.

Il y a d'ailleurs lieu de remarquer que l'apparition d'un marché à terme des changes se produit chaque fois qu'un Pays connaît une situation financière difficile. Longtemps avant la Guerre, il existait des marchés à terme en Russie et au Portugal. En Russie, les efforts méthodiquement poursuivis depuis la fin du XIX^e siècle avaient rétabli la situation financière au point que l'or circulait avec abondance et que le billet de banque faisait prime sur l'or ; cependant le rouble se trouvait encore dans un état de stabilité récente et délicate. En Russie, comme au Portugal qui, à la veille de la Guerre, connaissait depuis de longues années une monnaie avariée, l'assurance du change était couramment pratiquée. Le procédé n'a donc, en lui-même, rien de très nouveau ; cependant, il ne s'est généralisé en France que sous la pression des circonstances, après que les sautes de change eurent causé de très lourdes pertes au commerce et à l'industrie.

L'opération à terme est caractérisée par la stipulation d'un délai pour la livraison de la marchandise et le paiement du prix. Elle est ainsi de nature à permettre toutes les spéculations, cependant, en matière de change, elle est couramment utilisée dans le but d'éliminer le risque spéculatif. Les chefs d'entreprise ont la possibilité d'assurer leur change par des achats ou des ventes de change à terme en prenant comme échéance les époques auxquelles ils auront à verser ou à recevoir les montants de monnaies étrangères qu'ils entendent mettre à l'abri des fluctuations ultérieures du marché. Cet élément d'incertitude étant ainsi éliminé, les importateurs et les exportateurs peuvent établir leurs prix d'achat ou de vente, en connaissance de cause.

Il serait exagéré cependant de considérer que cette attitude prudente supprime tous les risques résultant de l'incertitude des cours des changes.

Il faut tenir compte, en premier lieu, de l'éventualité d'une inexécution des marchés passés avec l'Etranger. Quelle que puisse être la cause de cette inexécution, il devient nécessaire de défaire l'opération à terme qui avait assuré le change, par une opération de sens inverse. Cette dernière opération ne peut être effectuée qu'aux conditions du moment et la différence des cours auxquels ont été traitées les deux opérations, produit un gain ou une perte inattendus.

En second lieu, on peut soutenir que l'assurance du change déplace le risque plutôt qu'elle ne le supprime. Un chef d'entreprise prudent qui assure régulièrement son change, doit redouter, en effet, d'être mis en mauvaise posture, soit par des concurrents consciencieux mais qui ont eu la chance de se couvrir dans de meilleures conditions, soit par des joueurs qui sont restés à découvert jusqu'au hasard favorable.

Il est évident qu'en fin de compte, l'opération à terme se révèle avantageuse ou malencontreuse suivant les oscillations ultérieures du marché et notamment l'état de ce marché à l'échéance. Si les cours baissent après qu'on a acheté du change à terme ou si les cours montent après qu'on en a vendu, on subira tout au moins un manque à gagner. Dans ces conditions, le négociant qui croit à la hausse des changes attend pour réaliser ses créances sur l'Etranger et celui qui croit à la baisse ne se hâte pas de se couvrir. Le tout est de savoir se décider à temps, faute de quoi on réalise en baisse et on se couvre en hausse.

Il est d'ailleurs souvent délicat de motiver une décision, notamment dans les périodes de crise où les cours auxquels une opération de change pourrait être conclue suivant qu'on se résout à traiter à terme ou à traiter comptant, présentent entre eux des écarts impressionnants.

C'est ainsi, par exemple, que les négociants qui, au début d'avril 1926, avaient des Livres sterling à acheter ou à vendre à l'échéance des premiers jours de juillet, ont pu soit les négocier aux termes de trois, deux ou un mois, soit les négocier comptant. Suivant la solution adoptée, les cours d'exécution auraient été approximativement les suivants :

Négociation le jeudi 1^{er} avril de £ à trois mois :

$$140 + 1,08 (1) = 141,08$$

Négociation le vendredi 30 avril de £ à deux mois :

$$147,80 + 1,40 = 149,20$$

Négociation le mardi 1^{er} juin de £ à un mois :

$$149,70 + 2,00 = 151,70$$

Négociation le jeudi 1^{er} juillet de £ comptant :

$$178,75$$

Pour les négociants qui, dans les premiers jours de juillet 1926, avaient des Livres sterling à acheter ou à vendre à l'échéance des premiers jours d'octobre, les cours d'exécution successifs auraient pu être approximativement les suivants :

Négociation le jeudi 1^{er} juillet de £ à trois mois :

$$178,75 + 7,44 = 186,19$$

Négociation le vendredi 30 juillet de £ à deux mois :

$$202 + 10,30 = 212,30$$

Négociation le mercredi 1^{er} septembre de £ à un mois :

$$163,75 + 1,85 = 165,60$$

Négociation le vendredi 1^{er} octobre de £ comptant :

$$172,25$$

Il est facile d'imaginer le préjudice que de semblables fluctuations peuvent causer aux entreprises les plus sérieusement menées.

(1) Nous prenons dans ces exemples, le premier cours coté en Bourse et la moyenne du report coté en Bourse.

IV

Il ne semble pas qu'on puisse trouver le remède à ces graves inconvénients dans une réorganisation du Marché des changes et notamment du Marché à terme.

La seule réforme capitale de l'organisation du Marché à terme consisterait dans la séparation du marché à terme et du Marché au comptant. Il semble bien d'ailleurs que cette transformation ne serait pas pratiquement réalisable. On ne peut concevoir, en effet, un marché à terme autonome que dans le cas où, toutes les transactions importantes étant réservées à ce Marché, seules les négociations de faibles montants sont traitées au comptant. Comme il n'en serait pas ainsi sur le Marché des changes, il s'établirait, entre le terme et le comptant, un courant d'arbitrage qui irait à l'encontre du résultat recherché. D'un autre côté, un Marché à terme ne peut fonctionner que si les différents intermédiaires y ayant accès sont décidés à se porter contreparties les uns des autres pour n'importe quel montant; or, on sait que, sur le Marché des changes, les Maisons de premier ordre n'acceptent que très peu de noms et on a pu constater une fois de plus dans les derniers jours de décembre 1926 où les positions à terme étaient extrêmement chargées, combien il était difficile, même à des Maisons très bien considérées, de trouver des contreparties.

Quant à la co-existence d'un Marché en Bourse et d'un Marché hors Bourse aussi actifs l'un que l'autre, on ne voit pas les avantages pratiques qui résulteraient de la disparition de cette anomalie.

Il ne saurait être question de supprimer le Marché hors Bourse et d'obliger ainsi les Banques à dénouer leurs opérations de change seulement en Bourse. Les monnaies étant les marchandises les plus internationales qui existent, il est inutile de prendre sur une place des

mesures de réglementation auxquelles ne correspondrait pas une action analogue sur les autres places. Le Marché hors Bourse est né de l'instabilité des cours et il est impossible d'en envisager la disparition aussi longtemps qu'il sera dangereux pour les Banques de ne pas couvrir leurs affaires de change dès leur conclusion.

Par contre l'utilité du Marché en Bourse est considérablement diminuée depuis que les perfectionnements du téléphone permettent aux acheteurs et aux vendeurs de communiquer sans arrêt et qu'ainsi la présence des uns et des autres autour d'une Corbeille est beaucoup moins nécessaire qu'autrefois pour assurer le libre jeu de la concurrence et la célérité des transactions. A ce sujet, on peut observer que, dans une Maison importante, les cambistes qui sont chargés du terme n'étant pas les mêmes que ceux qui s'occupent du comptant et n'ayant pas, comme ces derniers, de place attitrée à la Corbeille, les Courtiers de terme communiquent souvent avec les parties plus rapidement de bureau à bureau par téléphone qu'à la Bourse de vive voix.

La Bourse présente l'avantage de permettre un contrôle du Marché en raison de la publicité des négociations, tout au moins en ce qui concerne les cours de comptant. Toutefois, sauf pour les cambistes ayant accès à la Salle des Changes, la publicité se réduit à l'insertion des cours à la Cote officielle et est ainsi identique pour les cours pratiqués en Bourse et pour les cours pratiqués hors Bourse. Il y a d'ailleurs lieu de rappeler que de nombreuses affaires sont conclues en Bourse sans être notées (1).

Le volume élevé des transactions effectuées en Bourse s'explique principalement par l'habitude traditionnelle qu'ont les Banquiers d'y exécuter les ordres au mieux, sauf instructions contraires des donneurs d'ordres.

(1) Voir page 130.

Il pourrait sembler logique de cesser de tenir une Bourse des Changes, d'autant plus qu'à Londres, il n'existe pas de Bourse des Changes, ce qui n'empêche pas le volume des transactions de dépasser largement celui du Marché de Paris, ni sans doute les cours d'être aussi sincères que ceux pratiqués sur la place voisine. La continuité du Marché de Londres évite les interruptions qui se produisent à Paris à midi et au milieu de l'après-midi et qui ne sont pas sans inconvénients. Par contre, à Londres, les Banques ne peuvent se passer de l'entremise des courtiers tandis qu'à Paris, il leur est possible, en Bourse, de traiter directement.

Quels que puissent être les avantages et les inconvénients du Marché en Bourse, il ne semble pas que la question de la suppression de la Bourse des Changes ait jamais été posée. Cette réforme aurait pour conséquence de modifier complètement les habitudes relatives à l'exécution des ordres au mieux et se heurterait ainsi à une tradition solidement établie.

L'institution en 1924 du régime de l'autorisation préalable n'a pas eu, jusqu'à présent, pour conséquence de conférer à un nombre peu élevé d'intermédiaires un véritable monopole du commerce des changes. L'autorisation implicite ou explicite a été accordée libéralement et ses bénéficiaires sont trop nombreux pour que les effets de la concurrence cessent de se produire. De plus, il n'existe entre eux aucun lien corporatif obligatoire. Dans ces conditions, le régime de l'autorisation ne paraît avoir d'autre efficacité que celle de mettre à la disposition du Ministre des Finances un moyen pratique de réprimer des agissements qu'il jugerait dangereux. Il n'en est pas moins vrai que le pouvoir discrétionnaire accordé au Ministre lui donne la possibilité de restreindre comme il l'entendrait le nombre de ceux à qui il est permis d'exercer le commerce du change et, par là même, de réorganiser cette profession sur des bases nouvelles.

V

S'il paraît préférable qu'une Loi nouvelle ne vienne pas nuire au fonctionnement du Marché des changes en l'assujettissant à une réglementation rigide, l'activité législative s'exercerait utilement, par contre, en dissipant l'incertitude actuelle sur certains points de droit commercial très importants.

Une des questions qu'il serait le plus désirable de voir tranchée est celle du règlement des comptes multiples ouverts par une Banque à son client, en cas de faillite de ce dernier. Cette question présente un intérêt primordial en matière de change, étant donné que, dans leurs relations de change avec leurs correspondants et leurs clients, les Banques sont amenées à leur ouvrir des comptes en différentes monnaies.

Si la Banque ne prenait aucune précaution, il ne lui serait plus possible, à partir du moment où aurait été rendu le jugement déclaratif de faillite, de compenser les différents soldes créditeurs ou débiteurs que présenteraient alors les comptes multiples, la survenance de la faillite faisant obstacle à la compensation; de plus, la compensation opérée au cours de la période suspecte serait susceptible d'annulation. On assisterait ainsi à ce résultat choquant que le syndic appréhenderait les soldes des comptes créditeurs et n'admettrait la Banque qu'au marc le franc pour les soldes des comptes débiteurs.

Afin d'éviter de subir un pareil préjudice, les Banques ont pratiquement recours à deux procédés.

Le premier consiste à stipuler une clause de gage en vertu de laquelle le solde créditeur éventuel de chaque compte est affecté en garantie du paiement du solde débiteur éventuel des autres comptes.

Ce système qui présenterait l'avantage d'être facilement applicable, soulève des difficultés d'ordre juridique qui le rendent pratiquement inutilisable. En effet, la

constitution de gage est inopposable à la masse des créanciers si elle n'a pas été constatée par un acte enregistré et signifiée au débiteur cédé (art. 2075 C. civ.), de manière à lui donner date certaine avant la survenance de la faillite. Le fait que la Banque cumulerait les qualités de créancier-gagiste et de débiteur-cédé ne la dispenserait pas de se faire la signification à elle-même (1).

En droit, la validité de cette signification serait d'ailleurs discutable puisqu'en l'espèce, il s'agirait de créances et de dettes éventuelles de montant indéterminé. De plus, comme on ne peut pas prévoir quels seront les comptes qui seront finalement créanciers ou débiteurs, il y aurait lieu d'effectuer de multiples significations. On se heurterait ainsi à ces complications pratiques inextricables sans obtenir d'ailleurs une sécurité absolue puisque, dans tous les cas, le gage ne prendrait pas date du jour de la signification mais seulement du jour de la naissance de la créance affectée et risquerait d'être annulé si les remises qui l'ont fait exister, avaient été effectuées pendant la période suspecte.

Le procédé de l'affectation en gage réciproque des soldes des comptes multiples ne paraissant pas susceptible de donner satisfaction, on a recours plus volontiers à une autre combinaison qui est basée sur le principe de l'indivisibilité du compte-courant.

(1) Voir à ce sujet l'arrêt du 21 novembre 1925 de la Cour d'appel de Paris (*Gaz. Pal.*, 26 janvier 1926) d'où il résulte que, par l'effet du jugement déclaratif, les cessions de créances consenties à titre de garantie par le failli alors *in bonis* ne sont pas opposables à la masse du moment que le cessionnaire n'a pas accompli les formalités prescrites par l'article 1690 du Code civil (signification du transport faite au débiteur ou acceptation du transport par ce dernier dans un acte authentique), et qu'il importe peu que le cessionnaire et le cédé soient une seule et même personne, la loi ne faisant aucune distinction à cet égard.

Les rédacteurs de l'Arrêt auraient dû viser l'article 2075 relatif à la mise en gage des meubles incorporels plutôt que l'article 1690 qui concerne la cession des créances, mais la justesse de leur raisonnement ne semble pas atteinte par cette inadvertance.

Il semble bien que la Banque puisse stipuler valablement que les comptes multiples qu'elle tient au nom d'une même personne, tout en demeurant distincts au point de vue matériel et comptable n'en forment pas moins les éléments d'un compte-courant unique et indivisible. Du moment que les divers comptes spéciaux viennent se fondre dans un compte-courant général, les engagements réciproques de la Banque et du titulaire des comptes multiples sont déterminés par l'état du solde du compte-courant général à la date où il est arrêté et, en cas de clôture du compte motivée par la faillite du titulaire, les différents articles de débit et de crédit se trouvent compensés sans contestation possible.

Pour que cette convention puisse produire ses effets, il est indispensable que la volonté des parties d'établir l'indivisibilité du compte-courant soit clairement spécifiée dans la lettre de fusion que la Banque se fait remettre par le titulaire des comptes multiples. Si l'intention des parties est manifeste, on ne voit pas pour quelle raison l'accord intervenu ne produirait pas les effets normaux de tout contrat de compte-courant, la notion de compte-courant n'excluant pas la décomposition comptable de ce compte juridiquement unique en un ensemble de comptes de détails, pour la commodité personnelle des deux parties et la clarté de leurs écritures.

Le fait qu'en matière de change, les comptes multiples sont tenus en monnaies différentes ne paraît pas susceptible d'infirmar la validité de la convention. Toutefois, il est alors indispensable de compléter la lettre de fusion par l'insertion d'une clause précisant nettement les bases de conversion des monnaies étrangères en monnaie française au jour de la clôture du compte-courant.

Il serait néanmoins avantageux pour la sécurité des affaires que la validité de semblables conventions soit formellement reconnue tout au moins par la jurisprudence, en attendant qu'une Loi vienne régler dans son ensemble l'importante matière des comptes-courants.

VI

Quelle que soit la réorganisation du Marché des Changes que l'on pourrait envisager, il est certain que des mesures de cette nature seraient tout au plus susceptibles d'atténuer la crise des changes. Etant donné, d'un autre côté, qu'il n'est pas possible de tracer des règles indiquant le moment opportun pour effectuer les couvertures de change et que le procédé des opérations à terme est loin d'éliminer tous les aléas, il semble bien que les palliatifs sont insuffisants pour porter remède à l'instabilité des changes. C'est seulement le jour où l'unité monétaire aura retrouvé la qualité fondamentale de toute unité, c'est-à-dire la constance, qu'on aura fait disparaître la cause même du mal et que les rapports entre créanciers et débiteurs cesseront d'être continuellement faussés.

L'accord est à peu près unanime sur le but à atteindre. On ne rencontre plus beaucoup de défenseurs de l'opinion suivant laquelle la dépréciation progressive de la monnaie nationale constitue un phénomène avantageux pour un Pays parce qu'elle favorise ses exportations. Depuis le cruel réveil que cette théorie a ménagé aux Allemands, il est généralement admis que certaines exportations peuvent être ruineuses en raison de la perte de capital qui en résulte.

Lorsqu'il s'agit d'obtenir pratiquement la stabilité désirée de la monnaie nationale, plusieurs procédés peuvent être envisagés mais il semble bien que, seule, leur application simultanée permet d'atteindre le résultat recherché (1).

(1) Nous ne citons que pour mémoire les projets d'institution d'un monopole d'Etat des changes qui se font jour périodiquement.

Le dernier en date semble être celui de M. Edmond Boyer, député. Afin de mettre un terme rapide à la spéculation effrénée et à l'agiotage intolérable auxquels, dans l'esprit de son auteur, la hausse des changes est due incontestablement, cette proposition

Il est hors de doute qu'il n'est pas suffisant d'établir une législation restrictive interdisant les opérations de change dans certains cas et les autorisant dans certains autres, car le rendement pratique de ces dispositions purement négatives n'est jamais aussi efficace qu'on l'avait espéré.

Le Gouvernement ne pourrait davantage limiter son activité à la surveillance des opérations des intermédiaires. Ces derniers sont, en effet, trop nombreux pour qu'un contrôle attentif de leurs opérations réciproques soit pratiquement réalisable. De plus, il serait indispensable aux Agents du Gouvernement d'étendre leurs investigations aux opérations des clients des intermédiaires; ce n'est pas, en effet, parce que les positions des Banquiers cambistes seraient très régulières qu'on pourrait se dispenser de rechercher si leurs contreparties commerciales ne se livrent pas à des opérations essentiellement spéculatives.

Les redressements du Franc Français au début de 1924 et au milieu de 1926 obtenus grâce à des interventions sur le Marché énergiquement exécutées, ont démontré par des exemples indiscutables que la spéculation à la baisse du Franc est mieux atteinte par la mise en perte des vendeurs de Francs que par tout un ensemble de prohibitions légales et de mesures de contrôle. Cependant on s'est aperçu rapidement que la spéculation à la hausse contre laquelle aucune disposition n'était prévue, pouvait se révéler aussi dangereuse que la spéculation en sens inverse. Il est donc nécessaire qu'une action tendant au chevillage du change soit exercée sur le Marché. Cette mission incombe moins au Trésor Public qu'à

de loi dont le dépôt a été annexé au procès-verbal de la 2^e séance du 5 août 1926 de la Chambre des députés, tend à conférer le monopole de toutes les opérations de change à un Office National des changes géré par la Banque de France sous le contrôle de l'Etat, mais laisse prudemment à un règlement d'administration publique le soin de fixer les conditions d'application de cette mesure. (Documents parlementaires, Chambre, Session ordinaire de 1926, Annexe n° 3314, page 1158.)

l'Institut d'Emission dont le rôle, en cette matière, a été tracé par le Comité des Experts dans les termes suivants :

« La stabilisation suppose pour qui la conduit, la disposition d'un stock considérable : 1° de devises pour empêcher la baisse de la monnaie nationale; 2° de Francs pour être en état d'absorber le surplus des devises du Marché.

« L'Etat n'est pas en mesure de se charger de cette opération. Aussi, dans presque tous les Pays où la stabilité a été réalisée dans ces dernières années, la mission de l'assurer a-t-elle été confiée à la Banque d'Emission (Autriche, Hongrie, Tchéco-Slovaquie, Finlande, Grande-Bretagne). Seule, la Banque dispose d'un stock de devises suffisant qu'elle peut obtenir sur la base de son or et qu'elle peut reconstituer en attirant les capitaux étrangers. Seule, d'autre part, elle dispose des ressources nécessaires en monnaie nationale pour acheter les devises offertes en excédent sur le Marché.

« L'intervention sur le Marché des changes ne suppose pas de grandes opérations stratégiques, mais une surveillance constante des cours, la Banque absorbant un jour un excédent de devises, vendant un autre jour quand les offres sont insuffisantes » (1).

Depuis le jeudi 23 décembre 1926, la Banque de France assure ouvertement le contrôle du Marché des Changes de Paris. Les deux premiers jours de son action, la Banque de France a acheté et vendu au même cours. Sa maîtrise du Marché ayant été ainsi manifestée, elle a rétabli un écart entre son cours acheteur et son cours vendeur. Aussi longtemps que durera cette action, les autres Maisons ne peuvent opérer qu'à l'intérieur des limites ainsi posées par la Banque; si, par exemple, la Banque se porte acheteuse de Londres à 28 et vendeuse à 33, on ne peut travailler tout au plus que sur les cours de 29 à 32. Bien entendu, cette action de la Banque sur

(1) Rapport du Comité des Experts, page 42.

le Marché de Paris n'a pu se révéler efficace que parce qu'elle a été coordonnée avec des actions correspondantes sur les autres Marchés.

Le succès de cette intervention de l'Institut d'Emission est facilité si personne ne lui résiste. Pour qu'il en soit ainsi, il faut que la conviction soit répandue, d'une part, que la politique des interventions désordonnées est définitivement abandonnée et, d'autre part, que l'Institut est en mesure d'acheter ou de vendre les monnaies étrangères à carnets ouverts aux cours qu'il a fixés. L'achat est toujours possible pour un Institut d'Emission qui a la faculté de lancer dans la circulation autant de monnaie nationale qu'il lui en faut. Par contre, la vente n'est possible qu'à concurrence des ressources de monnaies étrangères que l'Institut a pu se procurer.

Cependant, l'émission à jet continu de monnaie nationale en contrevaieur des monnaies étrangères acquises ne tarderait pas à produire des conséquences dommageables. D'un autre côté, il n'est pas de ressources de monnaies étrangères qui ne soient susceptibles de s'épuiser à la longue. La limitation des oscillations du change par des pesées alternatives sur les cours doit donc être considérée comme un procédé provisoire et temporaire.

Il serait dangereux, en effet, de négliger les différentes forces dont les cours du change sont, en grande partie, les résultantes. Comme il n'est pas possible d'exercer indéfiniment une pression sur les cours sans s'exposer à être brutalement débordé un jour ou l'autre, il est indispensable de profiter du répit qu'on a pu se ménager pour agir avec méthode sur ces forces. Une tentative de stabilisation de la monnaie ne peut aboutir qu'à condition de s'intégrer dans une politique générale et dans une politique économique tendant à faire disparaître les causes morales, commerciales, industrielles et financières du dérèglement des changes.

La poursuite de la stabilité monétaire soulève ainsi des problèmes beaucoup plus vastes que celui d'une orga-

nisation et d'une réglementation à donner au Marché des changes. Il serait d'ailleurs prématuré de vouloir établir dès maintenant ce Marché sur des bases définitives. La restauration progressive de l'étalon d'or dans les principaux Pays ne manquera pas de se traduire par des modifications profondes dans l'organisation du Marché; c'est ainsi, par exemple, que l'importance du Marché à terme tendra à diminuer car il n'existe plus les mêmes raisons, quand on dispose d'une monnaie d'or nationale, d'acheter ou de vendre à terme les monnaies d'or étrangères.

Mais il importe de remarquer qu'une évolution normale du Marché des changes ne pourra se produire qu'à la condition que, pendant toute la période intermédiaire, l'organisation du Marché demeure empirique et conserve ainsi la souplesse d'adaptation indispensable.

Vu :

Le Doyen,
ROGER

Le Président de thèse,
ALLIX

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
CHARLETY

LES PRESSES UNIVERSITAIRES DE FRANCE. — PARIS
